

分析师:

张忆东 全球首席策略师

SFC HK: BIS749

SAC: S0190510110012

[zhangyd@xyzq.com.cn](mailto:zhangyd@xyzq.com.cn)

联系人:

李彦霖

SAC: S0190510110015

吴迪

SAC: S0190119080002

迟玉怡

SAC: S0190120040012

## “核心资产牛市”进入“新”阶段

2020年07月15日

### 报告关键点

### 相关报告

20200705《恒指的未来：“核心资产”驱动的新时代》

20200621《风格再平衡，“硬科技”的吸引力提升》

20200601《赢在未来——中国权益资产2020年中期投资策略报告》

20200513《流动性盛宴一醉解千愁——疫情、联储、美股Faangs行情的启示》

20200420《全球反弹的补涨高潮临到中国资产》

20200329《勇敢者的游戏和大智若愚者的机遇》

20200301《“倒春寒”之后，仍是科技股的春天》

20200119《核心资产新主角有超额收益》

20191207《先进制造业的核心资产崛起》

20191112《全球资产荒与中国核心资产牛市新主角》

20191009《核心资产逆流而上》

20190610《突围，中国核心资产的新征程》

20190422《核心资产牛市的大趋势及小波段》

2018年《海外核心资产启示录》

20171211《核心资产不只是漂亮50》

20171127《核心资产投资的新时代》

20171004《对标全球龙头，重估核心资产》

20170620《核心资产的世界》

20070318《核心资产又逢春》

### 投资要点

#### 一、回头看，“核心资产牛市的大趋势和小波段”已经成真

1.1、我们2016年初开始倡导的“核心资产 Core Asset”理念，现已深入人心。

1.2、我们2019年4月发布报告《核心资产牛市的大趋势及小波段》系统论述了“核心资产”将步入“长牛”，1) 逻辑涉及基本面、制度面、资金面基础及全球环境，2) 长期的赢家之道是咬定核心资产不放松。如今回头看，“核心资产牛市”在2019年已如期启动，2020年上半年是核心资产牛市初期的踟蹰。

#### 二、展望基本面新变化：新一轮库存周期和新型朱格拉周期将是中长期逻辑

2.1、中国新一轮库存周期将有望启动。1) 中国经济逐渐恢复至疫情前水平。2) 大宗商品价格和PMI价格指数回升，预示着PPI见底、主动补库存将开始。3) 工业企业利润增速有望结束下降趋势，先进制造业利润弹性将强复苏。

2.2、中国以科技为特征的新型朱格拉周期已确认。随着外部环境趋于长期严峻，中国供给侧改革的工作重点逐渐从“去产能去库存去杠杆”转向“补短板”，“补短板”聚焦于科技创新，“新基建”类比美国90年代信息高速公路。

#### 三、展望资本市场规则的新变化：机制服务科技创新，监管引导“长牛”

3.1、A股市场机制创新——聚焦注册制和科创板，服务实体经济和科技创新。

3.2、港股积极改变发行制度和指数编制规则，顺应中国经济新趋势。港股市场积极吸引中概股、“独角兽”上市，港股市值结构已由科技行业主导。

3.3、中国资本市场监管导向更侧重引导“有韧性、可持续”的“长牛”。

#### 四、展望资金面的新变化：海外流动性泛滥，中国“融资成本”趋势性下降

4.1、境内：打破刚兑+坚持“房住不炒”的地产政策，将推动中国社会真实的“融资成本”或者说“真实的民间利率”趋势性回落，有助于股市估值中枢上台阶。

1) 中期，随着中国经济复苏，宽信用将延续，信用利差回落、风险偏好提升；

2) 长期，“房住不炒”战略将对房地产融资、投资产生深刻改变，打破刚兑、理财产品净值化，有助于真实“无风险收益率”下降，社会财富配置权益资产；

3) 中长期，中国股市增量资金的机构化特征明显。

#### 4.2、海外：流动性存量泛滥、中国各种“好赛道”的核心资产配置吸引力强。

1) 短期，美股将震荡消化估值，但系统性风险不大，中期震荡向上的概率大；

2) 中期，海外泛滥的资金将在全球范围寻找性价比更高的资产，中国受益

3) 长期，中美博弈还将有波澜，短期扰动是趁机买入中国核心资产的良机。

#### 五、投资策略：精选核心资产，把握当下，赢在未来

5.1、核心资产长牛仍是大概率事件，而指数疯牛每次都不久。1) 主导风格：未来数年核心资产长牛行情是大概率事件，科技成长是本轮行情的主旋律。传统行业估值修复是“水涨船高”的插曲，当前与2001-2010年不同。科技型的先进制造业兼具成长和周期特征，是中短期和中长期的最优解。2) 行情节奏：目前已经步入指数牛市为特征的全面牛市，历史上，指数型“疯牛”每次都不会持续太久，不要赌这次不一样。中国指数长牛要等待中国版FAAMNG。

#### 5.2、立足“国内大循环为主体”的新形势，核心资产牛市将更加“硬核”

1) 互联网及计算机：科技与消费的完美结合，港股更具代表性；

2) 以半导体和5G为代表的科技硬件：立足内需反击“被脱钩”；

3) 以新能源车为代表的先进制造业；

4) 医药：业绩最确定的赛道，拥抱创新大时代

#### 5.3、消费：增长确定的长赛道，新机遇在潮吃、潮穿、潮玩、潮乐。

5.4、传统行业核心资产：从“估值洼地”到“核心竞争力重估的转机” 1) 证券拥抱股权时代；2) 周期龙头等待经济复苏的号角；3) 地产为代表“类债券”核心资产，等待外资或产业资本举牌或参与混合所有制改革

**风险提示：全球经济增速下行；中、美货币政策宽松不达预期；大国博弈风险**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 目 录

一、回头看，“核心资产牛市的大趋势和小波段”已经成真 .....	- 6 -
1.1、我们倡导的“核心资产 Core Asset”理念已深入人心 .....	- 6 -
1.2、我们 2019 年 4 月发布报告《核心资产牛市的大趋势及小波段》系统论述了“核心资产”将步入“长牛” .....	- 6 -
二、展望基本面新变化：新一轮库存周期和新型朱格拉周期将是“核心资产牛市”的中长期逻辑 .....	- 8 -
2.1、中国新一轮库存周期将进入主动补库存阶段 .....	- 8 -
2.1.1、中国经济已经逐渐恢复至疫情前的正常水平，弱复苏有望延续 .....	- 8 -
2.1.2、预计 PPI 见底，中国新一轮主动补库存有望开始 .....	- 10 -
2.1.3、先进制造业利润弹性将强复苏 .....	- 12 -
2.2、中国以科技为特征的新型朱格拉周期已经得到确认 .....	- 13 -
2.2.1、以国内大循环为主体的经济发展新格局下，科技创新将获得重点支持 .....	- 13 -
2.2.2、以 5G、新能源车为代表的新基建有望对全产业链产生极大的带动效应，驱动“自主可控”科技朱格拉周期 .....	- 13 -
三、展望资本市场规则的新变化：机制服务科技创新，监管引导“长牛” .....	- 15 -
3.1、A 股市场积极推动注册制和科创板，服务实体经济和科技创新 .....	- 15 -
3.2、港股积极改变发行制度和指数编制规则，顺应中国经济新趋势 .....	- 18 -
3.3、中国资本市场监管导向侧重引导“有韧性、可持续”的“长牛” .....	- 21 -
四、展望资金面的新变化：海外流动性泛滥，中国“融资成本”趋势性下降 .....	- 22 -
4.1、境内：中长期而言，中国社会真实的“融资成本”将趋势性回落，有助于股市估值中枢上台阶 .....	- 22 -
4.1.1、中期，随着中国经济弱复苏和创新型金融工具的运用，宽信用的格局仍有望延续，信用利差回落、风险偏好提升 .....	- 22 -
4.1.2、长期来看，中国真实的无风险收益率将趋势性下降 .....	- 23 -
4.1.3、中长期，中国股市增量资金的机构化特征明显 .....	- 26 -
4.2、海外：流动性存量泛滥、中国各种“好赛道”核心资产吸引力强 .....	- 28 -
4.2.1、短期美股要震荡消化高估值，但系统性风险不大，中期震荡向上的概率大 .....	- 28 -
4.2.2、中期，海外泛滥的资金将在全球范围寻找性价比更高的资产 .....	- 30 -
4.2.3、中期，中国核心资产在全球的性价比高，受益于全球再配置 .....	- 32 -
4.2.4、长期，中美博弈还将有波澜，但是，扰动成为全球资金趁机买入中国核心资产的良机 .....	- 34 -
五、投资策略：精选核心资产，把握当下，赢在未来 .....	- 36 -
5.1、行情展望：核心资产长牛仍是大概率事件，而指数疯牛每次不长久 .....	- 36 -
5.2、“国内大循环为主体”的新形势下的核心资产牛市更趋于“硬核” .....	- 38 -
5.2.1、互联网及计算机：科技与消费的完美结合，港股更具代表性 .....	- 38 -
5.2.2、以半导体和 5G 为代表的科技硬件：立足内需反击“被脱钩” .....	- 41 -
5.2.3、以新能源车为代表的先进制造业 .....	- 43 -
5.2.4、医药：业绩最确定的赛道，拥抱创新大时代 .....	- 43 -
5.3、消费：中国未来增长确定的长赛道，新机遇在于“潮”吃“潮”穿“潮”玩“潮”乐 .....	- 45 -
5.4、传统行业核心资产：从“估值洼地”到“核心竞争力重估的转机” .....	- 46 -
5.4.1、证券行业的转机——股权时代、创新时代来临 .....	- 48 -
5.4.2、周期性行业龙头的转机——等待全球经济复苏超预期的号角 .....	- 48 -
5.4.3、地产为代表“类债券”价值股的转机——外资或产业资本举牌、参与混合所有制改革 .....	- 50 -
六、风险提示 .....	- 50 -

图表 1: 以外资持股前 50 刻画的核心资产自 2019 年中起走出了独立牛市 (2019 年 1 月 1 日定基为 100) .....	- 7 -
图表 2: 中国 PMI 生产指数大幅回升 .....	- 8 -
图表 3: 中国 5 月工业增加值当月同比增长 4.4% .....	- 8 -
图表 4: 中国基建、地产固定资产投资回升较为明显 .....	- 9 -
图表 5: 中国固定资产投资完成额季调环比 % .....	- 9 -
图表 6: 中国出口数据超预期 .....	- 9 -
图表 7: 中国消费数据改善 .....	- 9 -
图表 8: 中国发电量同比增速反弹 .....	- 9 -
图表 9: 中国 5 月平均工作时间恢复到疫前水平 .....	- 9 -
图表 10: 美国基建计划相关报道 .....	- 10 -
图表 11: 中国 PPI 或触底反弹 .....	- 10 -
图表 12: 中国 PMI 价格指数 .....	- 10 -
图表 13: 煤炭价格 .....	- 11 -
图表 14: 铜铝价格 .....	- 11 -
图表 15: 钢材价格 .....	- 11 -
图表 16: 工业企业产成品存货与 PPI 同比增速 .....	- 11 -
图表 17: 工业企业利润与 PPI 同比增速 .....	- 11 -
图表 18: 产成品存货同比所处 2000 年以来的分位数 .....	- 12 -
图表 19: 专用设备制造业营收和利润总额累计同比增速 .....	- 13 -
图表 20: 计算机、通信和其他电子设备制造业营收和利润累计同比增速 .....	- 13 -
图表 21: 固定资产投资完成额累计同比增速 % .....	- 14 -
图表 22: 高技术制造业、制造业投资累计同比增速 .....	- 14 -
图表 23: 美国设备投资同比增速 % .....	- 15 -
图表 24: 美国设备投资总额占比 % .....	- 15 -
图表 25: 信息通信技术生产行业增加值占美国 GDP 比重 % .....	- 15 -
图表 26: 美国私人信息处理设备投资中各项占比 .....	- 15 -
图表 27: 科创板公司数量按行业分布 .....	- 16 -
图表 28: A 股市场分板块 IPO 募资占比 .....	- 17 -
图表 29: A 股市场分行业 IPO 募资占比 .....	- 17 -
图表 30: 科创板公司平均市盈率 .....	- 17 -
图表 31: 科创板公司平均市净率 .....	- 17 -
图表 32: 科创板公司上市首日及上市以来涨跌幅统计 .....	- 17 -
图表 33: A 股的市值结构变迁 .....	- 18 -
图表 34: 2019 年香港 IPO 融资金额按行业分布 .....	- 18 -
图表 35: 2019 年中国估值排名前十的独角兽公司 .....	- 19 -
图表 36: 1988Q2-2020Q2 港股的市值结构转型变迁 .....	- 20 -
图表 37: 港股整体市场的成交额变迁 .....	- 20 -
图表 38: 香港主板成交额情况 .....	- 20 -
图表 39: 沪深两市融资买入额与融券卖出额 .....	- 21 -
图表 40: 融资买入成交金额占 A 股总成交金额比重 .....	- 21 -
图表 41: 质押式回购加权利率 .....	- 22 -
图表 42: 同业存单利率 .....	- 22 -
图表 43: 人民银行下调再贴现利率 .....	- 23 -
图表 44: 贷款市场报价利率 (LPR) :1 年 % .....	- 23 -
图表 45: 产业债信用利差中位数 .....	- 23 -
图表 46: 2019 年中国城镇居民总资产配置 .....	- 24 -
图表 47: 2019 年中国城镇居民金融资产配置 .....	- 24 -
图表 48: 2019 年美国居民和非盈利机构资产配置 .....	- 24 -

图表 49: 2018 年日本居民资产配置 .....	- 24 -
图表 50: 商业银行房地产行业新增贷款占比 .....	- 25 -
图表 51: 信托及理财等类固收产品收益率下降 .....	- 25 -
图表 52: 新增投资者数量 .....	- 26 -
图表 53: 股票型和混合型基金的发行份额 .....	- 26 -
图表 54: 当前存量基金（股票+混合）规模按发行时间分布 .....	- 27 -
图表 55: 境外机构持有 A 股市值占比提升 .....	- 27 -
图表 56: 权益在中国大类资产配置的价格性价比高 .....	- 27 -
图表 57: 美股不同类型投资者持有市值历史占比的变化（1945-2016） .....	- 28 -
图表 58: 美联储资产负债表规模 .....	- 28 -
图表 59: 标普 500 指数预测市盈率 .....	- 28 -
图表 60: 美股 1990 年以来分行业预测市盈率（所处历史分位数从高到低排序） .....	- 29 -
图表 61: 标普 500 历史市盈率（TTM） .....	- 29 -
图表 62: 当前二次疫情冲击并没有导致美国经济规模性关停——以服务业为例 .....	- 30 -
图表 63: 美国国债发行净额与美联储持有国债增量 .....	- 30 -
图表 64: 美国财政盈余占 GDP 比重与美元走势 .....	- 30 -
图表 65: 欧洲、日本、中国与美国 1 年期国债利差 .....	- 31 -
图表 66: 欧洲、日本、中国与美国 10 年期国债利差 .....	- 31 -
图表 67: 欧洲疫情控制好于美国 .....	- 31 -
图表 68: 美元指数与 MSCI 美国指数/MSCI 新兴市场指数走势有较强的正相关关系 .....	- 32 -
图表 69: 通过 ETF 流入新兴市场的资金量 .....	- 32 -
图表 70: 3 月 23 日以来大类资产表现 .....	- 32 -
图表 71: 6 月 1 日以来大类资产表现 .....	- 32 -
图表 72: MSCI 中国指数前十大权重股 .....	- 33 -
图表 73: 外资持股市值前十大公司 .....	- 34 -
图表 74: 陆股通累计买入和周净买入成交额（亿人民币） .....	- 34 -
图表 75: 港股和 A 股的优质资产性价比在全球有相对优势 .....	- 34 -
图表 76: 恒生指数在港区国安法从审议到正式生效期间的走势 .....	- 35 -
图表 77: 6 月以来，特朗普的票仓疫情形势明显恶化 .....	- 35 -
图表 78: 近期，特朗普竞选压力明显上升 .....	- 35 -
图表 79: 2020 年中美相关重要政治事件 .....	- 36 -
图表 80: 上证综指仍是传统行业主导的指数 .....	- 37 -
图表 81: FAAMNG 占标普 500 指数的权重 .....	- 37 -
图表 82: 美国国内上市公司家数 .....	- 38 -
图表 83: FAAMNG 对标普 500 指数的驱动 .....	- 38 -
图表 84: 2019 年国内各区域互联网用户渗透率 .....	- 39 -
图表 85: 65 岁以上人口占比 .....	- 39 -
图表 86: 中国互联网医疗健康市场（十亿元人民币） .....	- 40 -
图表 87: 医疗在线咨询数量（百万次） .....	- 40 -
图表 88: 中国移动游戏市场收入季度数据 .....	- 40 -
图表 89: 2020 年 3 月腾讯系手游日均使用时长 .....	- 40 -
图表 90: 中国软件视频会议市场规模 .....	- 40 -
图表 91: 20Q1 全球半导体公司销售额排名（百万美元） .....	- 41 -
图表 92: 台积电收入结构按制程 .....	- 42 -
图表 93: 中芯国际收入结构按制程 .....	- 42 -
图表 94: 中国半导体设备国产化情况 .....	- 42 -
图表 95: 三大运营商资本开支情况 .....	- 42 -

图表 96: 全球 IP 视频流量 (单位: PB/月) .....	- 42 -
图表 97: 中国、欧洲、美国新能源汽车渗透率 .....	- 43 -
图表 98: 全球医疗器械行业市场规模 (十亿美元) .....	- 44 -
图表 99: 中国医疗器械行业市场规模 (亿元) .....	- 44 -
图表 100: 2012-2018 年国内创新药 IND 数量 (个) .....	- 44 -
图表 101: 2011-2018 年我国医药创新型公司融资状况 .....	- 44 -
图表 102: 中国人口年龄结构 .....	- 45 -
图表 103: 2018 年 4 月至 2019 年 3 月 .....	- 45 -
图表 104: 2017 年潮流品牌与非潮流品牌市场规模增速对比 .....	- 46 -
图表 105: 全球潮流成交规模 (亿美元) .....	- 46 -
图表 106: 中国泛娱乐行业市场规模 (十亿人民币) .....	- 46 -
图表 107: 2017 年 7 月至 2018 年 6 月潮流品牌各品类市场规模占比及近两年增速 .....	- 46 -
图表 108: A 股行业历史 PE TTM .....	- 47 -
图表 109: 港股 2011 年以来行业估值及分位数 .....	- 47 -
图表 110: 恒生非必需性消费业、必需性消费业和医疗保健业 PE TTM 历史区间 .....	- 47 -
图表 111: 头部券商 IPO 项目储备 .....	- 48 -
图表 112: 头部券商科创板项目储备 .....	- 48 -
图表 113: 2008 年至今挪威主权财富基金持仓超过 10 年的中国公司列表 .....	- 49 -

## 一、回头看，“核心资产牛市的大趋势和小波段”已经成真

### 1.1、我们倡导的“核心资产 Core Asset”理念已深入人心

2016年初至今，有一件事令我们倍感欣慰和荣幸，那就是我们倡导的“核心资产 Core Asset”理念现在已经深入人心，已经成为投资中国各类资产的标签性词语。从那时起，我们数年如一日地倡导、推动、充实、完善“核心资产”投资理念。

#### 部分相关重要报告列表

2007-03-18	核心资产又逢春
2017-06-20	核心资产的世界
2017-10-04	对标全球龙头，重估核心资产
2017-11-27	核心资产投资的新时代
2018年	《海外核心资产启示录》系列报告
2019-04-22	核心资产牛市的大趋势及小波段
2019-05-06	夏日寒风，核心资产的黄金坑
2019-06-10	突围，中国核心资产的新征程
2019-06-24	核心资产牛市的大趋势及其他股票的短反弹
2019-10-09	核心资产逆流而上
2019-11-12	全球资产荒与中国核心资产牛市新主角
2019-12-01	“一半海水一半火焰”，核心资产新旧主角更替
2019-12-07	先进制造业的核心资产崛起
2020-01-19	核心资产新主角有超额收益
2020-07-05	恒指的未来：“新核心资产”驱动的新时代

### 1.2、我们2019年4月发布报告《核心资产牛市的大趋势及小波段》系统论述了“核心资产”将步入“长牛”

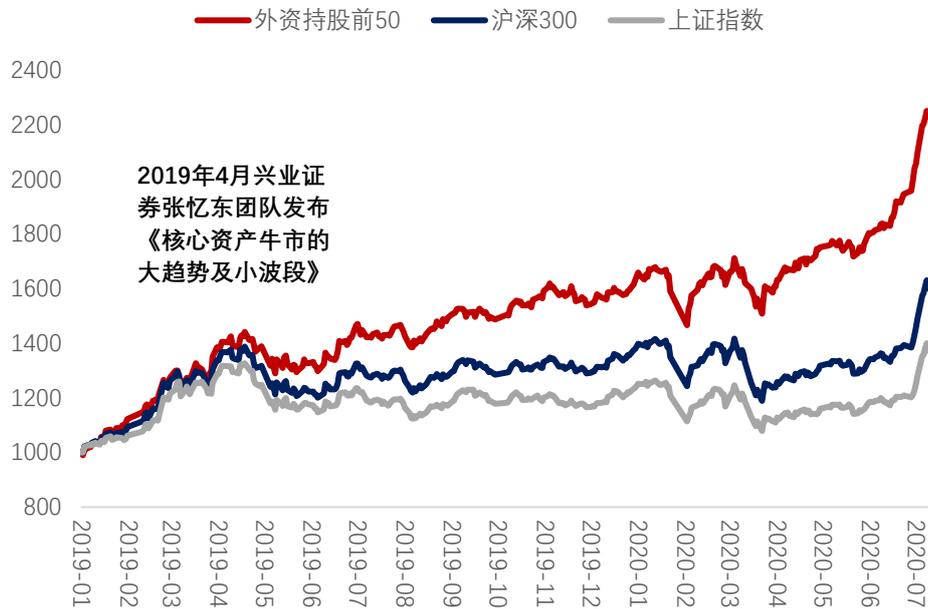
2019年4月发布的深度报告《核心资产牛市的大趋势及小波段》，论述了“核心资产”将步入“长牛”，1)长牛的大趋势、大逻辑涉及基本面、制度面、资金面基础及全球环境，开放、科创塑造的中国资本市场战略机遇期。2)行情节奏——在长牛起步阶段多有蹒跚，充满小波段。3)赢家之道是咬定核心资产不放松。

如今回头看，“核心资产牛市”在2019年这篇报告发布后已如期启动。我们以外资持股前50的组合来刻画核心资产的表现，可以看到虽然上证指过去两年几乎原地踏步，但是，核心资产指数已然翻倍。我们这两年一直秉承着“核心资产”来推荐结构性行情，按照当年推演的蓝图把握住了时代的脉络和核心资产牛市的根基。

要反思的是，当年《核心资产牛市的大趋势及小波段》的报告提醒“长牛起步阶段多有蹒跚，周期性的波动往往令人迷失”，但是，2020年疫情及大国博弈也一度让我们在5月下旬迷失在大盘指数短期的波动中，直到6月下旬《风格再平衡》的报告从新回到正途——聚焦核心资产，金融地产等传统核心资产可以“怀着怜悯

的心买入”+积极看多“硬科技”核心资产+精选消费医药核心资产。

图表 1: 以外资持股前 50 刻画的核心资产自 2019 年中起走出了独立牛市 (2019 年 1 月 1 日定基为 100)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

温故而知新,把 2019 年 4 月《核心资产牛市的大趋势及小波段》的报告对核心资产长牛的逻辑回顾和梳理,我们就能够更加透彻地认识未来、赢在未来。据这些逻辑也能够判断, 2020 年上半年的行情依然是核心资产长牛起步阶段的蹒跚,而 2020 年下半年将开始演绎核心资产牛市的高潮或者主升浪阶段。

- **核心资产牛市的基本面基础:** 中国经济步入“中年”、中低速、高质量发展阶段,中国各领域加速优胜劣汰、结构分化。中国核心资产的结构性价长牛将立足于中国经济中长期三大动力——科技创新、内需扩张、改革开放。中国核心资产将呈现竞争力不断提升的大趋势,强者更强甚至成为全球赢家。
- **核心资产牛市的制度面基础:** 中国金融体系重构决定核心资产大趋势。中国经济从重化工业为主导的工业化中期阶段迈入到以创新驱动为主导的工业化后期阶段,从要素驱动、债务驱动向创新驱动转变,推动资本市场走向股权时代。科创板之于 A 股乃至金融体系重构,就像当年的经济特区之于中国。科创板为代表的制度创新,将推动中国资本市场有效服务实体经济。
- **核心资产牛市的资金面基础:** 投资者结构走向国际化、机构化,驱动中国股市走向成熟。随着中国资产市场的改革开放,主权基金、养老金等为代表的外资机构投资者将成为主要的增量资金来源。无论外资还是内资,增量资金都是以机构投资者为主导,更愿意选择龙头估值溢价、更愿意给予基本面确定成长的东西估值溢价。
- **核心资产牛市的全球环境:** 未来数年全球将深陷“优质资产荒”的时代,业绩持续增长的中国核心资产属于全球稀缺的优质资产。全球宏观经济的低增长将是常态,与此对应,发达经济体深陷高债务率、低利率负利率的泥沼。全球化红利已经盛极而衰,以邻为壑的民粹主义兴起。在经济低增长的时代,

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资产的世界有点沙漠化的倾向，而核心资产不论是在中国还是在美国资本市场，都像是沙漠中拥有水源的绿洲一般傲然的存在。

## 二、展望基本面新变化：新一轮库存周期和新型朱格拉周期将是“核心资产牛市”的中长期逻辑

### 2.1、中国新一轮库存周期将进入主动补库存阶段

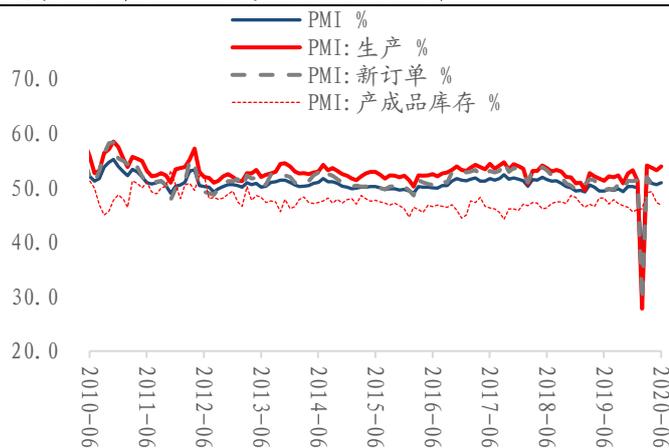
#### 2.1.1、中国经济已经逐渐恢复至疫情前的正常水平，弱复苏有望延续

首先，中国经济弱复苏基本得以确认。PMI 数据已经连续四个月站上荣枯线，5 月份 PMI 为 50.6，6 月份上升至 50.9，其中生产 PMI 由 5 月 53.2 上升至 6 月 53.9。

第二，中国国内经济活动正在恢复到疫情前的正常水平。劳动力市场数据和发电量数据显示，2020 年 5 月平均工作时间从 44.3 小时/周快速上升至 6 月 46.1 小时/周，2019 年同期为 45.7 小时/周。2020 年 5 月份发电量同比增速为 4.3%，较三月份 -4.6% 和 4 月份 0.3% 有明显改善。

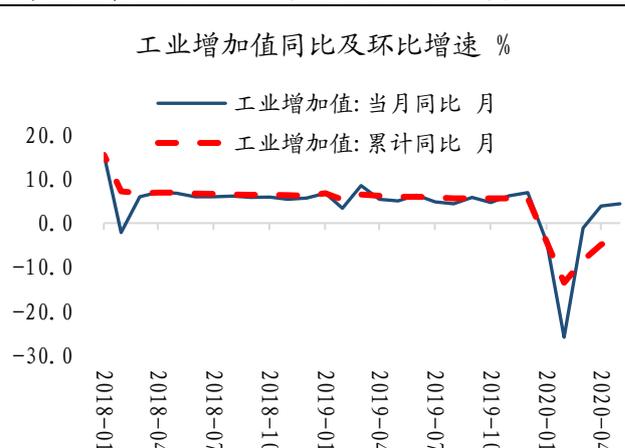
第三，外需至少不会比预期的更糟糕。虽然全球疫情依然严峻，但是，欧美等主要经济体持续推进经济重启，全球经济活动已经解冻。中国 5 月出口总额 2068.1 亿美元，同比下滑仅 3.3%，大幅强于预期。各国积极出台的财政刺激措施有望进一步拉动外需。以美国为例，不论谁当选新总统，刺激基建都是必选项，特朗普政府计划出台接近 1 万亿美元的基础设施计划，而众议院民主党主导通过 1.5 万亿美元的前进法案。

图表 2：中国 PMI 生产指数大幅回升



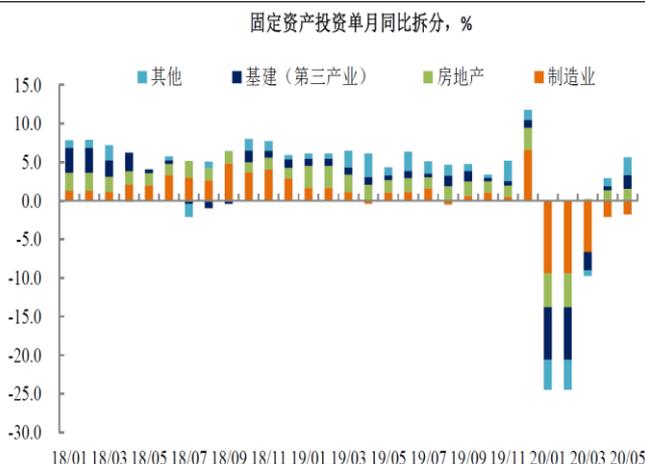
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3：中国 5 月工业增加值当月同比增长 4.4%



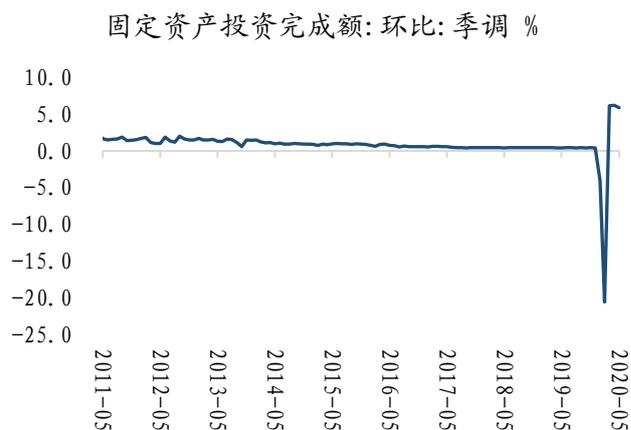
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 中国基建、地产固定投资回升较为明显



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

图表 5: 中国固定资产投资完成额季调环比 %



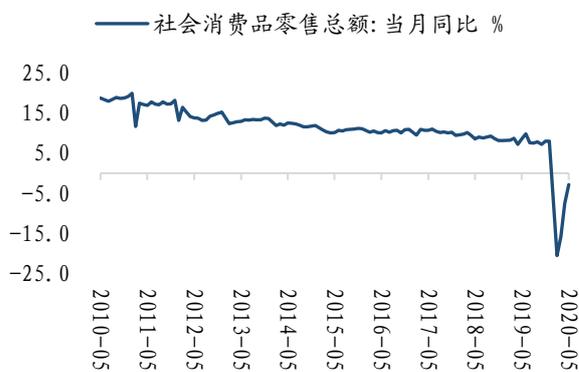
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6: 中国出口数据超预期



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7: 中国消费数据改善



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8: 中国发电量同比增速反弹



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9: 中国 5 月平均工作时间恢复到疫前水平



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10: 美国基建计划相关报道

- 6.16 特朗普政府计划出台接近 1 万亿美元的基础设施计划。据消息人士，交通部正编制的初步版本将预留大部分资金用于传统基础设施工作，如道路和桥梁，同时也将为 5G 无线基础设施和农村宽带预留资金。(Bloomberg)
- 7.1 现行的基础设施融资法《FAST》法案将于 2020 年 9 月 30 日到期，在此之前出台一项基础设施法案是必要的。众议院民主党议员通过 1.5 万亿美元的前进法案：5 年内将为用于地面运输和基础设施倡议和项目提供接近 5000 亿美元；1000 多亿美元用于扩大农村和低收入社区的互连网络；250 亿美元用于美国邮政服务的基础设施和运营现代化（包括电动汽车车队）；1000 亿美元用于公共住房融资；300 亿美元用于医院升级等。不过据《Transportation Today》，白宫称就算通过这项法案，白宫也将予以否决。(The Hill; Yahoo Finance)

数据来源: Bloomberg, The Hill, Yahoo Finance, Transportation Today, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.1.2、预计 PPI 见底，中国新一轮主动补库存有望开始

原本自 2019 年底启动的中国新一轮库存周期，被突如其来的疫情打乱了节奏。经过三个月的调整之后，结合工业企业存货数据和 PPI 数据来看，中国库存周期后续有望进入主动补库存。

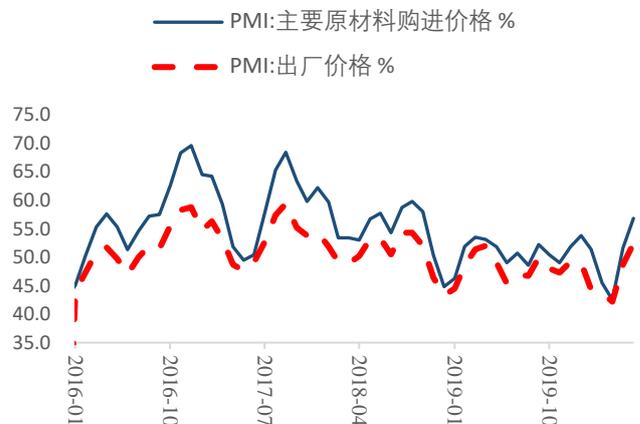
- 下半年中国的 PPI 有望确认触底回升。1) 5 月 PPI 同比降幅为 3.7%，降幅环比缩窄。2) 6 月份 PMI 价格指数回升：主要原材料购进价格 PMI 指数为 56.8，前值为 51.6；出厂价格 PMI 为 52.4，前值为 48.7。3) 4 月份以来，煤炭、铜、铝、钢铁等大宗商品价格持续反弹。
- PMI 分项中工业企业产成品库存指数连续三个月下降，6 月降至 46.8 处于 2010 年以来较低水平。工业企业产成品存货同比增速 4、5 月份出现明显下滑。

图表 11: 中国 PPI 或触底反弹



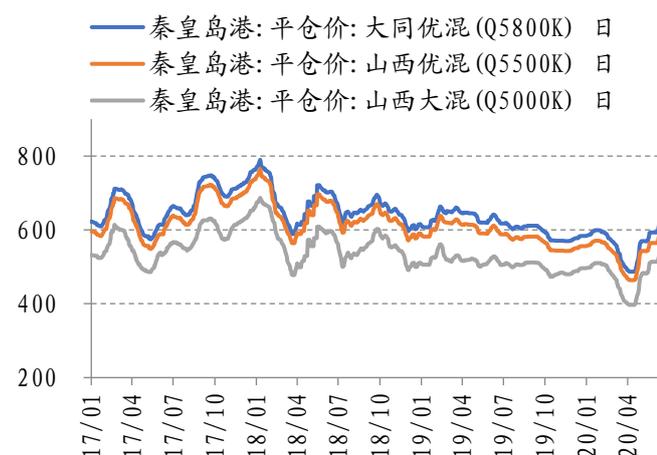
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12: 中国 PMI 价格指数



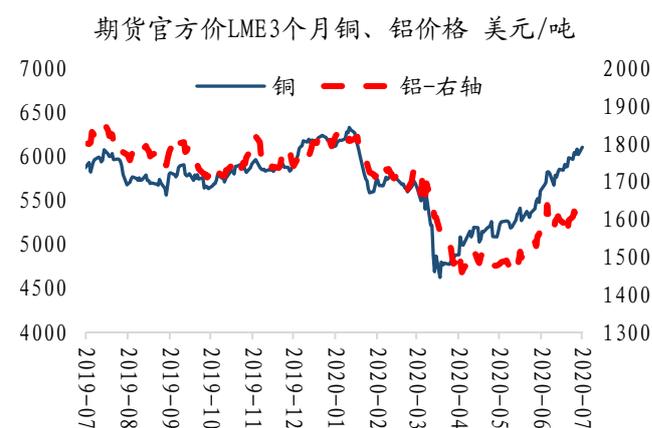
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13: 煤炭价格



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14: 铜铝价格



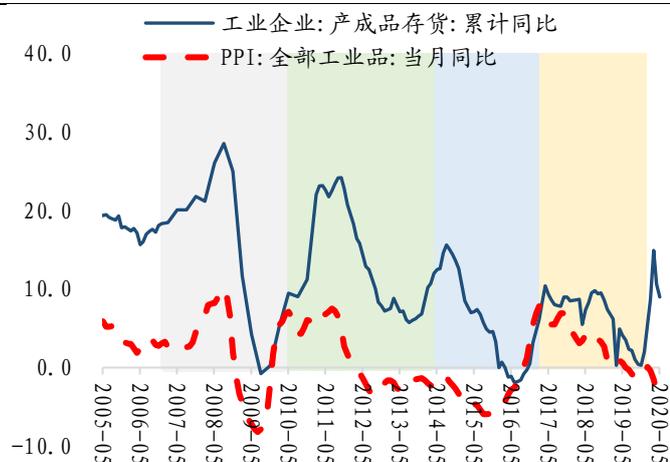
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15: 钢材价格



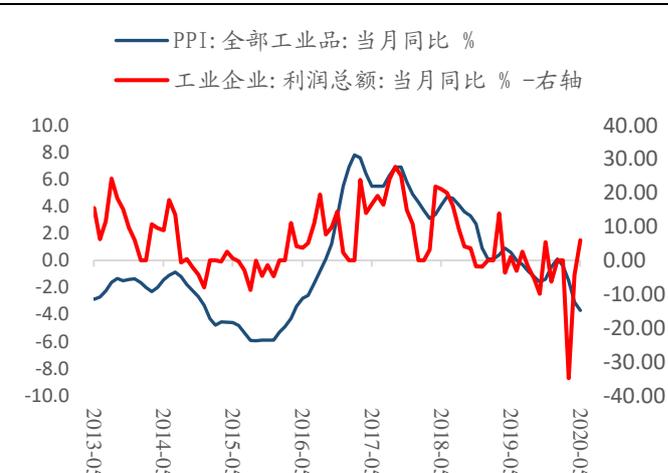
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16: 工业企业产成品存货与 PPI 同比增速



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 17: 工业企业利润与 PPI 同比增速



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院团队整理

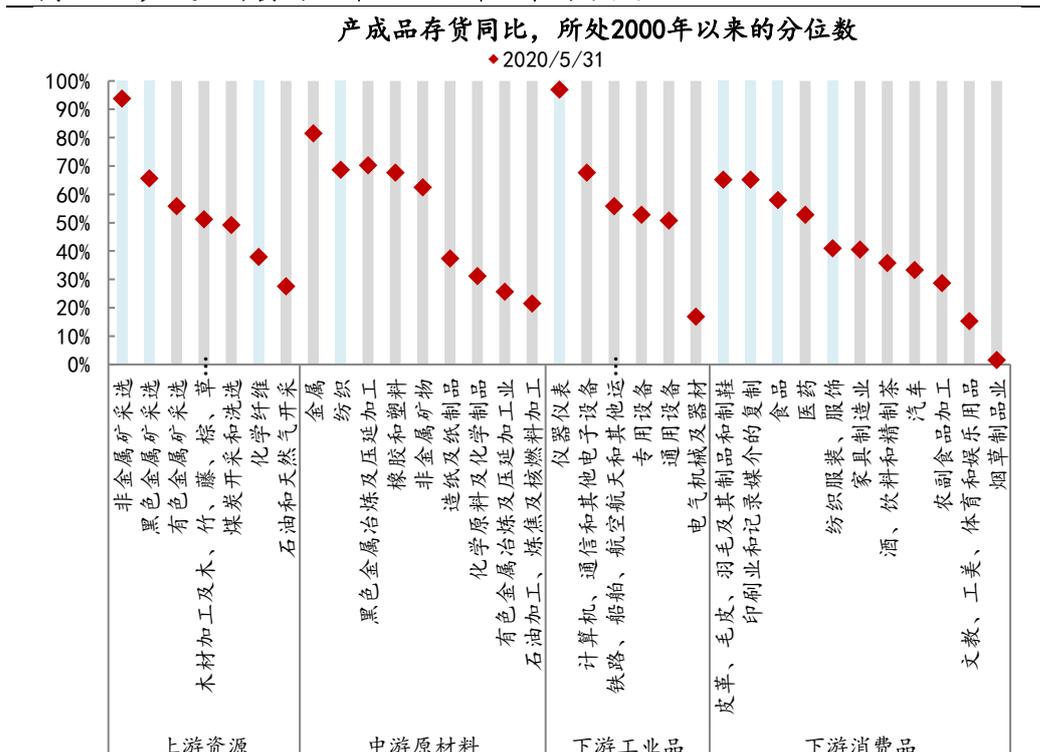
### 2.1.3、先进制造业利润弹性将强复苏

随着 PPI 触底回升,中国的工业企业利润增速有望结束 2017 年以来的下降趋势。实际上,5 月份,工业企业利润已见底回升,当月同比增长 6%。

截至 2020 年 5 月底最新已公布的产成品存货同比数据,汽车制造、电气机械及器材制造业、通用设备制造业,化学原料及化学制品等行业均处在 2020 年库存同比分位数相对较低的水平。

随着复工复产和投资消费复苏,先进制造业的利润弹性可能超预期。计算机、通信和其他电子设备业,5 月份利润总额累计同比增速达到 34.7%。专用设备制造业利润累计同比增速 5 月份也达到了 16.6%

图表 18: 产成品存货同比所处 2000 年以来的分位数



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 19: 专用设备制造业营收和利润总额累计同比增速**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 20: 计算机、通信和其他电子设备制造业营收和利润累计同比增速**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、中国以科技为特征的新型朱格拉周期已经得到确认

### 2.2.1、以国内大循环为主体的经济发展新格局下，科技创新将获得重点支持

逆全球化和外部环境恶化的背景下，中国正在加快形成以国内大循环为主体，国内、国际双循环相互促进的新发展格局，发挥超大规模内需潜力来驱动“自主可控”的科技朱格拉周期。

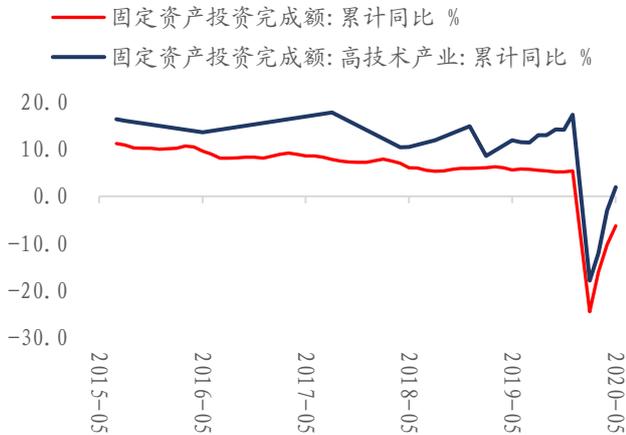
- 2020 年政府工作报告中提出，要扩大有效投资，重点支持“两新一重”，“两新”即：加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级；加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。
- 国家通过各种创新工具对“新基建”的投资进行引导。1) 5 月 7 日，国开行推出第二批 3500 亿元(含外汇 100 亿美元)复工复产专项贷款……力争上半年发放制造业专项贷款 1300 亿元，支持传统产业升级改造和战略性新兴产业发展。2) 以大基金为代表的产业基金投资提速，重点投向战略性新兴产业。

### 2.2.2、以 5G、新能源车为代表的新基建有望对全产业链产生极大的带动效应，驱动“自主可控”科技朱格拉周期

首先，2018 年以来，中国高技术制造业投资累计同比增速持续高于制造业投资累

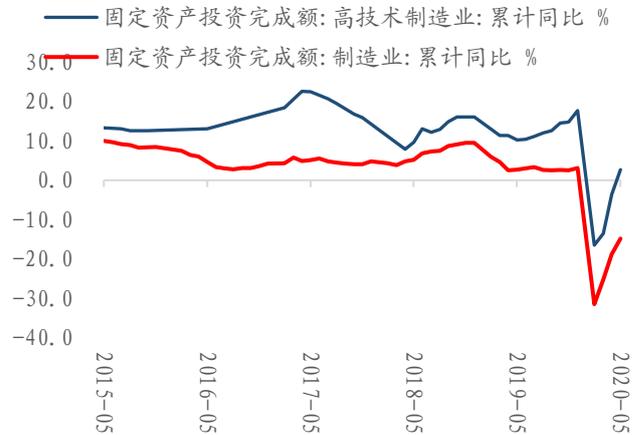
计同比增速。2020年1-5月固定资产投资累计同比增速-6.3%，而同期高技术制造业投资累计同比增长2.7%。

图表 21: 固定资产投资完成额累计同比增速 %



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22: 高技术制造业、制造业投资累计同比增速



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

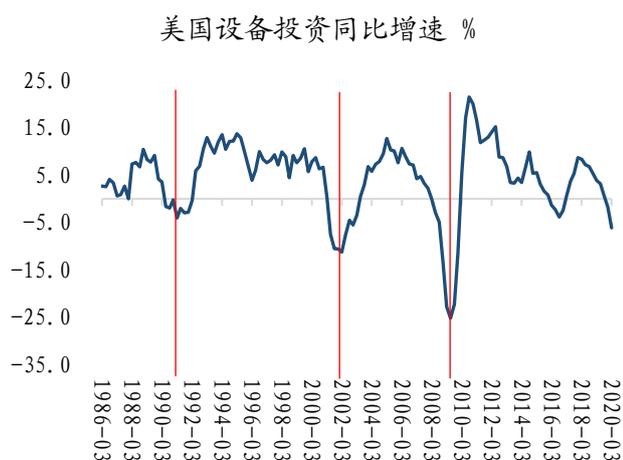
以 5G 发展为例，根据中国信通院 2017 年发布的《5G 经济社会影响白皮书》：从产出规模看，2030 年 5G 带动的直接产出和间接产出将分别达到 6.3 万亿和 10.6 万亿元。在直接产出方面，按照 2020 年 5G 正式商用算起，预计当年将带动约 4840 亿元直接产出，2025 年、2030 年将分别增长到 3.3 万亿、6.3 万亿元，十年间的年均复合增长率为 29%。在间接产出方面，2020 年、2025 年和 2030 年，5G 将分别带动 1.2 万亿、6.3 万亿和 10.6 万亿元，年均复合增长率为 24%。

其次，中国新一轮的朱格拉周期，不同于 2000-2010 年城镇化工业化全球化背景下以“五朵金花”为标签的那一轮，而更像是美国 90 年代的信息高速公路为标签的科技型朱格拉周期。从 1990-2000 年美国的一轮新型朱格拉周期，美国步入信息技术革命时代，互联网和计算机的兴起驱动计算机和电子产品行业繁荣。

以史为鉴，以下一些规律值得借鉴。

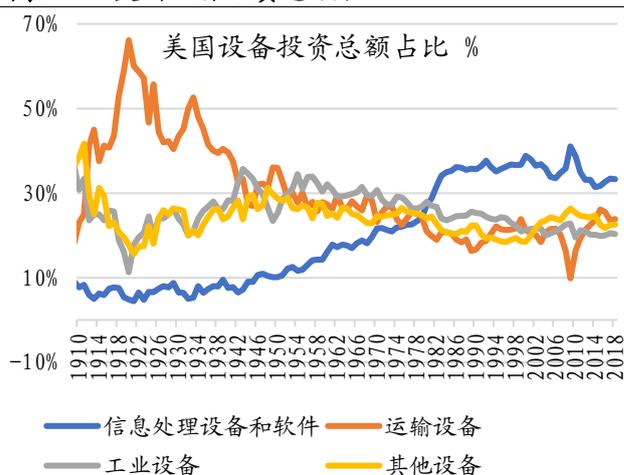
- 淡化 GDP 和固定资产投资增速等总量数据，关注结构亮点，结构聚焦科技。到 1991 年至 2001 年，伴随信息产业内部的结构升级，电脑和通信类设备占信息设备投资比重大幅上升。这一阶段信息通信技术生产行业占 GDP 比重从 1990 年的 3.4% 攀升至 2000 年的 6.2%。
- 不同于工业化城镇化时代，科技创新时代下的朱格拉周期是由科技型行业来主导设备更新投资规模。一个突出表现是，自 80 年代开始，美国信息类设备投资的占比就在不断持续上升，到 1990 年代维持在 36% 的高位，而工业设备和运输设备投资占比不断下滑，在 25% 以下徘徊。
- 科技创新时代下的朱格拉周期，信息类设备的投资增速持续保持在高位。美国在 1990-2000 年的朱格拉周期内，设备投资同比增速始终维持在高位。

图表 23: 美国设备投资同比增速 %



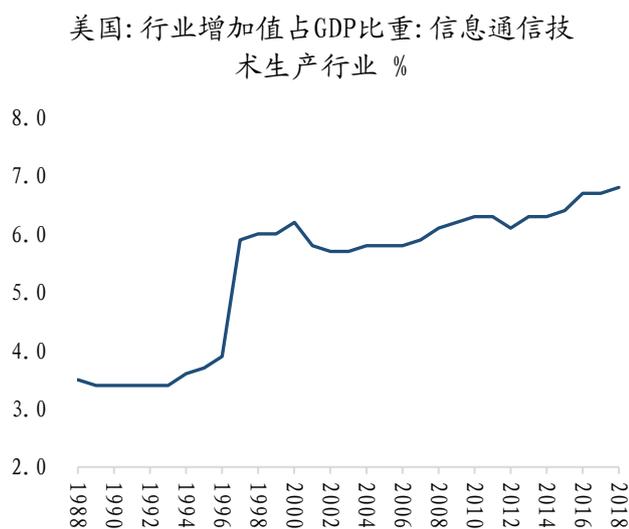
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 24: 美国设备投资总额占比 %



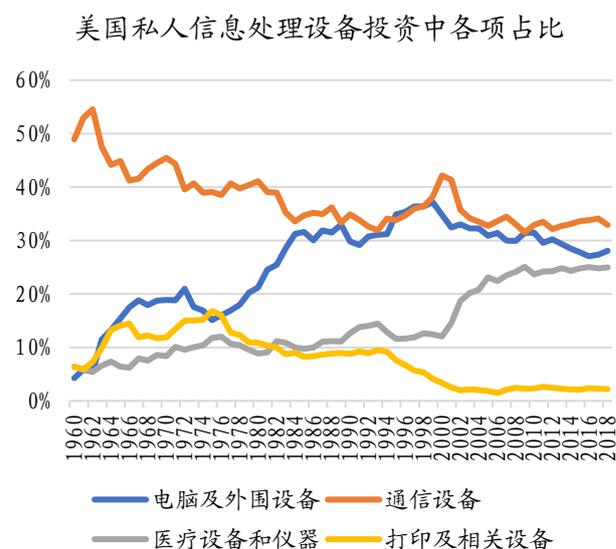
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 25: 信息通信技术生产行业增加值占美国 GDP 比重 %



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 26: 美国私人信息处理设备投资中各项占比



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 三、展望资本市场规则的新变化: 机制服务科技创新, 监管引导“长牛”

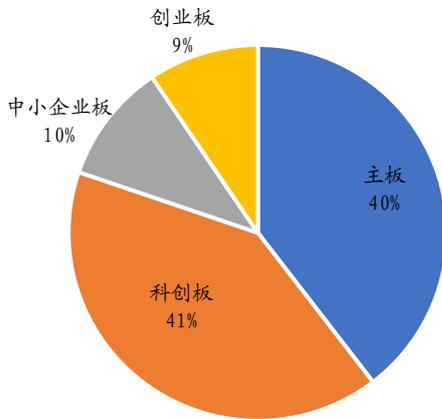
#### 3.1、A 股市场积极推动注册制和科创板, 服务实体经济和科技创新

首先, 中央对于资本市场的重视程度可谓前所未有。2018 年底, 中央经济工作会议提出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用, 要通过深化改革, 打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”。近两年以“科创板、注册制”为亮点的 A 股市场改革快速推进。



图表 28: A 股市场分板块 IPO 募资占比

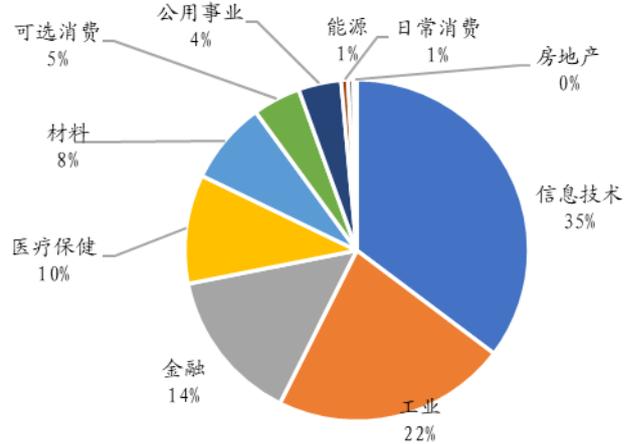
2019年7月-2020年7月A股分板块IPO金额占比



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 29: A 股市场分行业 IPO 募资占比

A股分行业IPO募资占比



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 30: 科创板公司平均市盈率



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 31: 科创板公司平均市净率



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

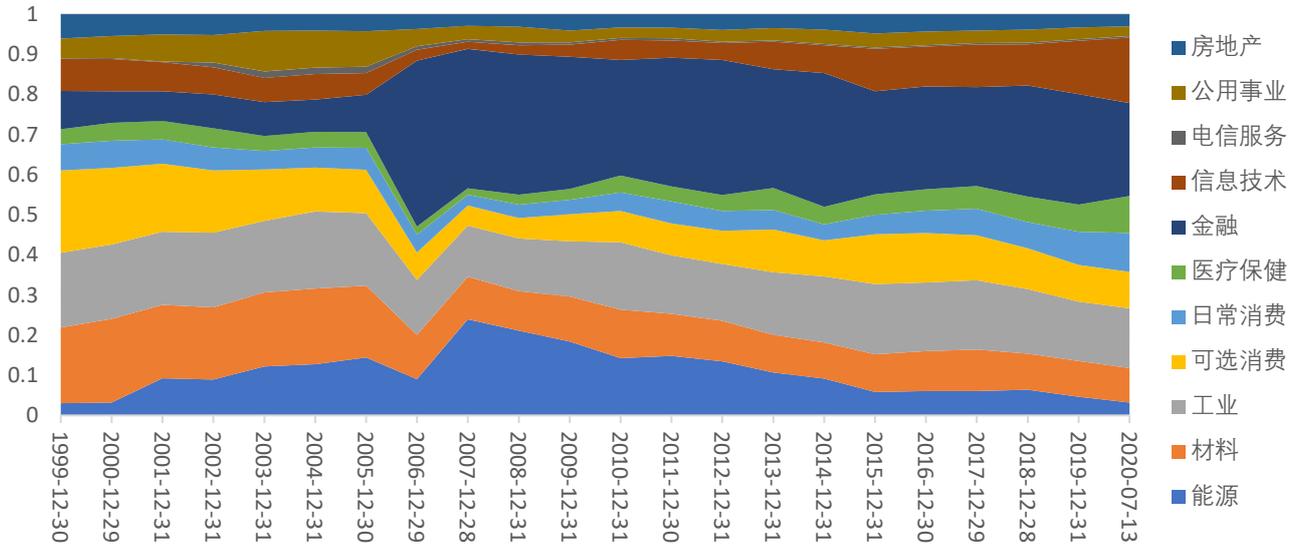
图表 32: 科创板公司上市首日及上市以来涨跌幅统计

	科创板公司上市首日涨跌幅 %	科创板公司上市以来涨跌幅 %
平均值	159.3	239.1
最小值	-2.1	7.3
25%分位数	85.3	104.1
50%分位数	122.7	170.7
75%分位数	210.5	281.2
最大值	923.9	1,137.5

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

第四, A 股市场的市值结构当前已经发生巨大转变, 消费、科技行业市值仅次于金融。截止 2020 年 7 月 12 日, A 股市场金融行业占比仍居首位 (23%), 消费次之 (可选+日常 18.8%), 科技第三 (16%), 工业第四 (15%)。

图表 33: A 股的市值结构变迁

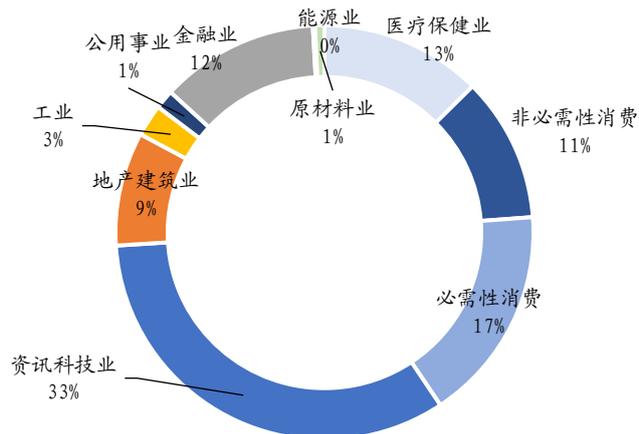


数据来源: Datastream, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、港股积极改变发行制度和指数编制规则，顺应中国经济新趋势

首先，顺应中国经济科技创新发展的大趋势，2018 年港交所修改主板上市规则。港交所鼓励科技创新型公司来港上市，包括允许符合条件的尚未盈利或没有收入的生物科技公司来港上市、允许同股不同权的新兴及创新行业公司来港上市、允许符合资格的中资及国际公司在港二次上市。

图表 34: 2019 年香港 IPO 融资金额按行业分布



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 35: 2019 年中国估值排名前十的独角兽公司

公司	行业	最新估值 (亿美元)
蚂蚁金服	互联网金融	1538.46
字节跳动	文化娱乐	1000
阿里云	云服务	770
滴滴出行	交通出行	580
陆金所	互联网金融	394
京东数科	互联网金融	304.31
菜鸟网络	物流	298.72
快手	文化娱乐	286
大疆	硬件	220
微众银行	互联网金融	184.62

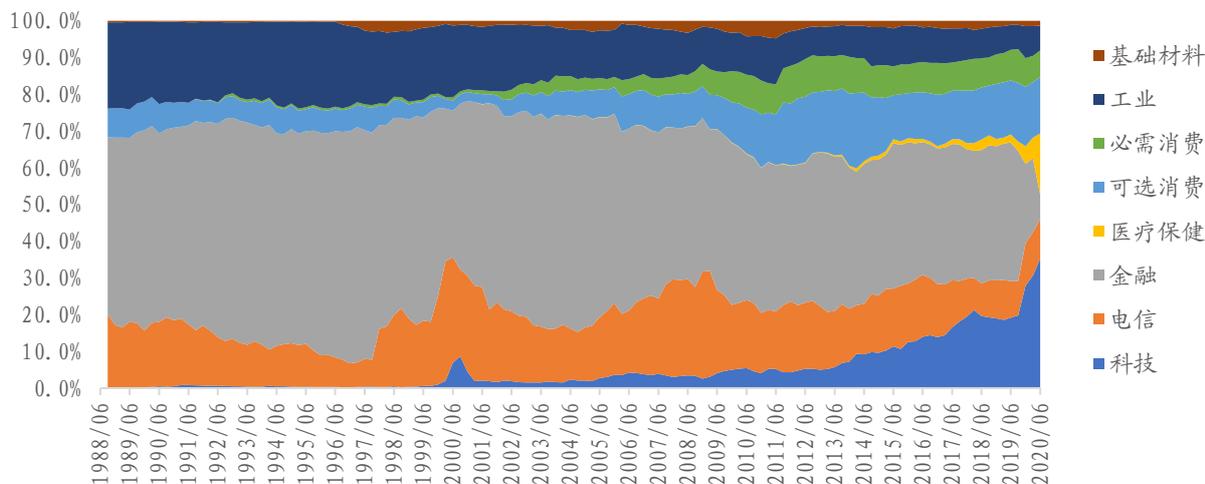
数据来源: IT 桔子, 兴业证券经济与金融研究院整理

其次, 港股制度改革, 有效地实现了吸引中概股回归、独角兽来港上市的目的。

- 一方面, 港股市场的新经济行业 IPO 持续欣欣向荣。2019 年全球首发募资额香港市场排名第一, 从行业来看, 资讯科技业占比 33%, 消费类行业占比 28%, 医疗保健业占比 13%。以生物科技为例, 自上市新规生效至 2020 年 4 月, 港交所已迎来 28 家医疗健康和生物科技公司在香港上市。截至 2019 年末, 香港市场共有 146 家医疗健康公司上市, 总市值 1.85 万亿港元, 较上市新规生效前的 2018 年 4 月增长 72%。
- 另一方面, 新经济的核心资产纷纷来港股上市。近年来港股吸引了美团点评、小米等独角兽公司赴港上市; 另外, 中概股阿里巴巴 2019 年 11 月率先登陆港股, 近期网易、京东也纷纷着陆, 为其他中概股的回归提供了成功的范本参考。

第三, 伴随着发行体制的改革创新, 港股市场的市值结构当前已经发生质变, 已经实现科技行业主导并且还在继续提升占比。2020 年 2 季度港股市场的科技行业市值占比从 2019 年 3 季度的 20% 跃升至 35%, 金融占比下滑至 17%, 可选消费和电信以 15% 和 11% 位于其后, 必需消费、工业和医疗保健均约为 7%。

图表 36: 1988Q2-2020Q2 港股的市值结构转型变迁

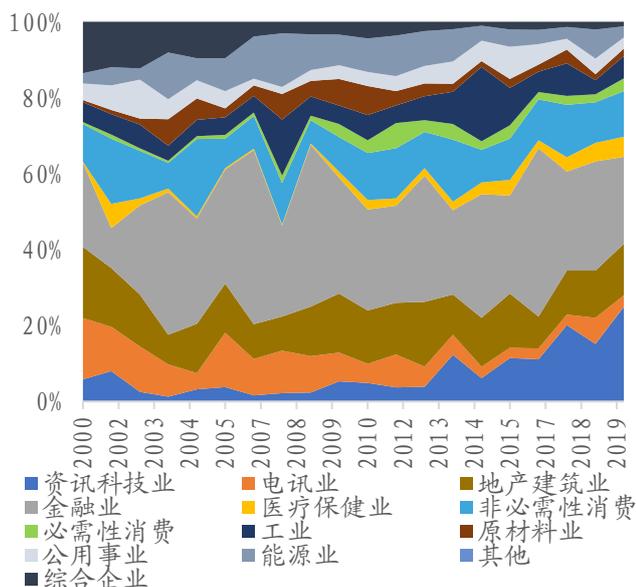


数据来源: Datastream, 兴业证券经济与金融研究院整理

第四，恒指编制规则的新变化带来新生机，随着越来越多的新经济公司上市，未来有望出现类似美股 FAAMNG 驱动港股指数前进的格局。

- 2020 年 5 月 18 日至今，恒生指数和恒生中国企业指数编制规则持续发生革新调整，主要变化为纳入来自大中华地区（即中国香港、中国内地、中国澳门及中国台湾）的同股不同权公司及第二上市公司至恒生指数及恒生中国企业指数的选股范畴，另外，同股不同权成份股的整体比重不得超过 10% 的上限规定也将被撤除。
- 以成交金额来观察，港股市场的转型更加显著——资讯科技业交易热度持续走高。2019 年，资讯科技业的成交额占比已经达到 25%，而金融 23%、地产建筑业 14%、非必需消费业 12% 位于其后，其余行业的成交额占比未超过 10%。

图表 37: 港股整体市场的成交额变迁



数据来源: Datastream, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 38: 香港主板成交额情况



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

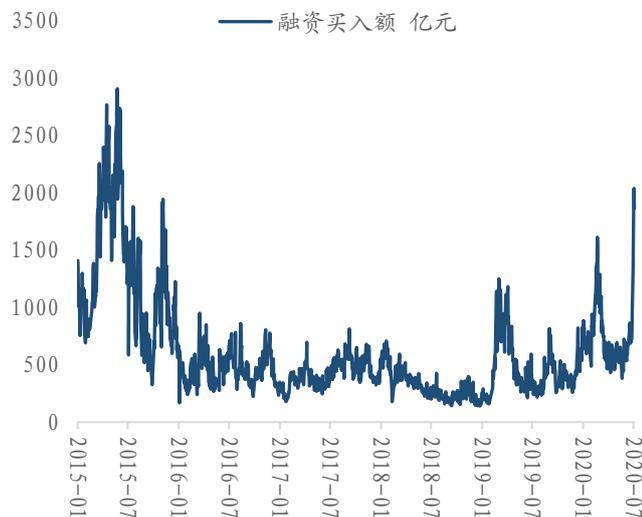
### 3.3、中国资本市场监管导向侧重引导“有韧性、可持续”的“长牛”

首先，资本市场的监管层强调要加强法治环境的建设，坚持科学监管。新修订的证券法已大幅提高资本市场违法犯罪成本，证监会和相关部门将进一步加强证券执法和司法工作，坚决打击、遏制资本市场违法犯罪活动，保护投资者权益。

- 刘鹤副总理在2020年6月18日陆家嘴论坛上的重要致辞，提出加快发展资本市场，并且提出了“建制度、不干预、零容忍”的九字方针。
- 证监会主席易会满在该论坛上强调，坚持按规律办事，充分发挥市场自我调节和创新发展的机制作用，同时，辩证把握监管的原则性与灵活性，体现区别对待、分类施策的监管导向。
- 2020年7月11日国务院金融委研究全面落实对资本市场违法犯罪行为“零容忍”工作要求，欺诈发行、财务造假等违法犯罪行为是资本市场的“毒瘤”。

其次，2015年股市泡沫牛杠杆牛的悲剧为前车之鉴，监管政策将强化各方协作，着力提升金融治理效能。在国务院金融委的统一指挥协调下，中国资本市场呈现出各有关监管单位密切配合、共同加强形势研判的新局面，重点领域的风险可以未雨绸缪，市场的韧性将明显增强。

图表 39: 沪深两市融资买入额与融券卖出额



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 40: 融资买入成交金额占 A 股总成交金额比重



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

第三，面对似曾相识的“快牛、疯牛”特征，这一次中国金融监管层的应对更有章法，不是通过行政性手段压制市场节奏，而是用市场化力量来引导股市理性繁荣。

- 敬畏市场，监管尊重市场规律，2020年7月初两融交易迅速攀升，中国投资者对于全面牛市的预期快速升温、持续自我强化，牛市的亢奋特征明显。截至7月8日，融资买入额达到1867.8亿元，逼近2015年4月初的水平；融资买入比例（融资买入交易额占A股总成交金额比重）12.48%相当于2014年10月，而2015年疯狂时高达18%，所以，市场仍有较强的向上惯性。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 维护“法治环境”、打击违法行为。表现为，证监会查处场外配资平台；银保监会严禁银行保险机构违规参与场外配资，严查乱加杠杆和投机炒作行为，防止催生资产泡沫，确保金融资源真正流向实体经济中最需要的领域和环节。
- 及时推行市场化调节手段，包括，积极推进 IPO 和再融资；放宽减持限制；参照海外的平准基金模式等等。

#### 四、展望资金面的新变化：海外流动性泛滥，中国“融资成本”趋势性下降

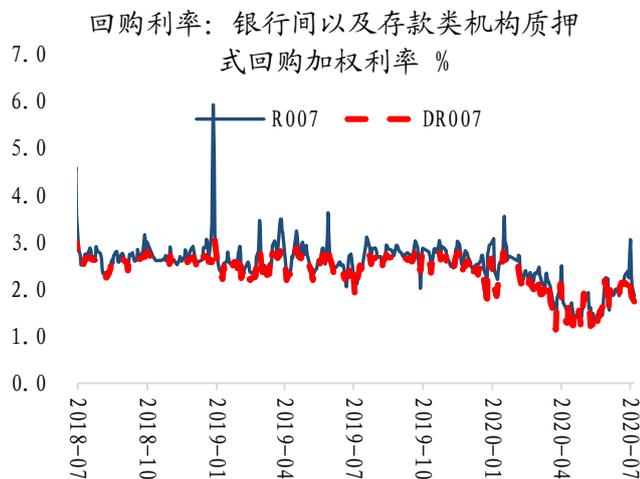
##### 4.1、境内：中长期而言，中国社会真实的“融资成本”将趋势性回落，有助于股市估值中枢上台阶

##### 4.1.1、中期，随着中国经济弱复苏和创新型金融工具的运用，宽信用的格局仍有望延续，信用利差回落、风险偏好提升

首先，直达实体的创新型货币政策工具继续加力，将推动终端贷款利率持续下降。

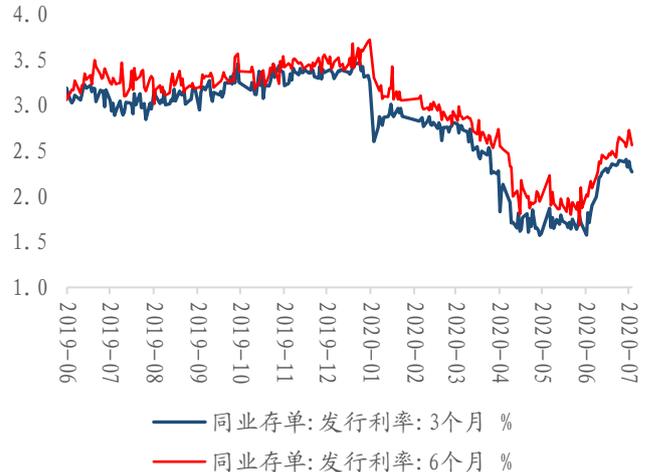
- 2020年5月以来，随着中国疫情得到控制、经济逐步恢复，货币政策最宽松的阶段已经过去，监管政策打击金融套利导致资金利率短期出现反弹。
- 但是，实体经济的融资成本仍在下行。截至2020年6月22日，1年期贷款市场报价利率（LPR）为3.85%，较3月份下降20bp；5年期贷款市场报价利率（LPR）为4.65%，较三月份下降10bp。

图表 41：质押式回购加权利率



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

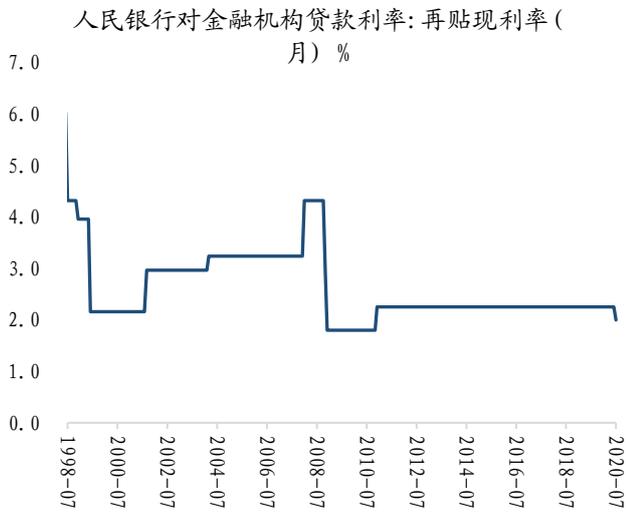
图表 42：同业存单利率



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

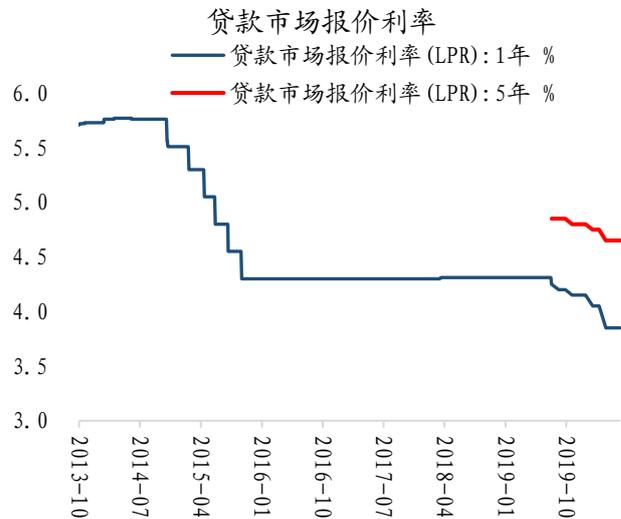
其次，信用利差出现明显压缩、风险偏好改善。截至7月6日，AA产业债信用利差较4月份高点下降58.5bp，AA+级产业债信用利差下降40.8bp，AAA级产业债信用利差下降35.3bp。

图表 43: 人民银行下调再贴现利率



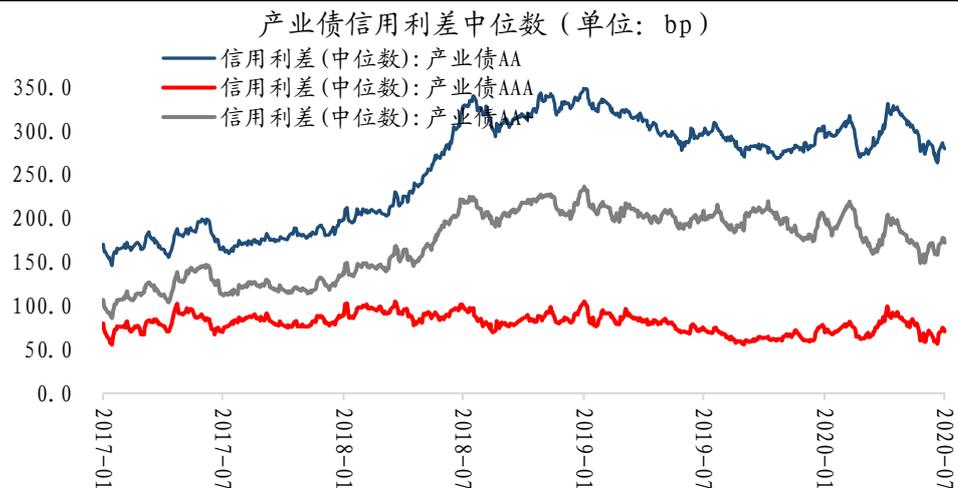
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 44: 贷款市场报价利率(LPR):1年 %



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 45: 产业债信用利差中位数



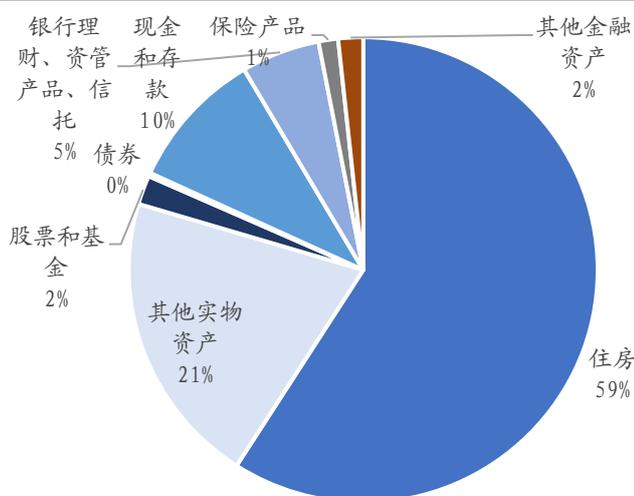
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4.1.2、长期来看,中国真实的无风险收益率将趋势性下降

首先,从中国居民资产配置情况说起,权益资产配置的比例明显偏低。根据中国人民银行发布的3万余户城镇居民资产负债调查:2019年,城镇居民总资产中59%配置于房地产,仅2%配置于股票和基金;在金融资产中,现金和存款47%,银行理财及资管信托产品占比27%,保险7%、股票6.4%、基金3%。

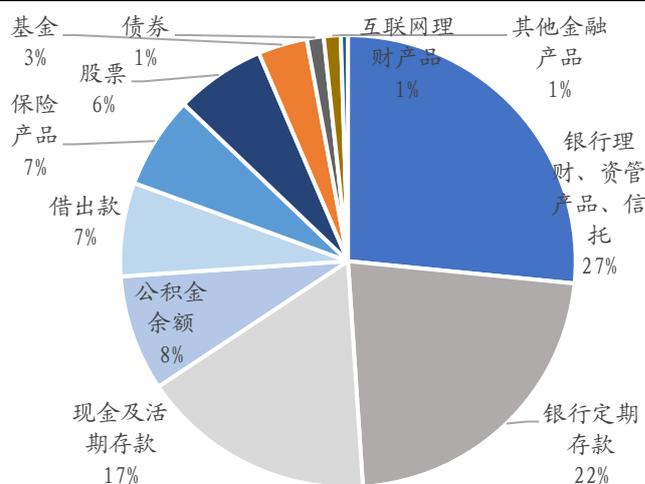
而海外比较来看,2019年美国居民总资产的24%为房地产,股票和基金占35%,保险和养老金占23%。同样,高储蓄率的日本,2018年包括住宅在内的固定资产占12%,股票和基金占9%,保险和养老金占18%。

图表 46: 2019 年中国城镇居民总资产配置



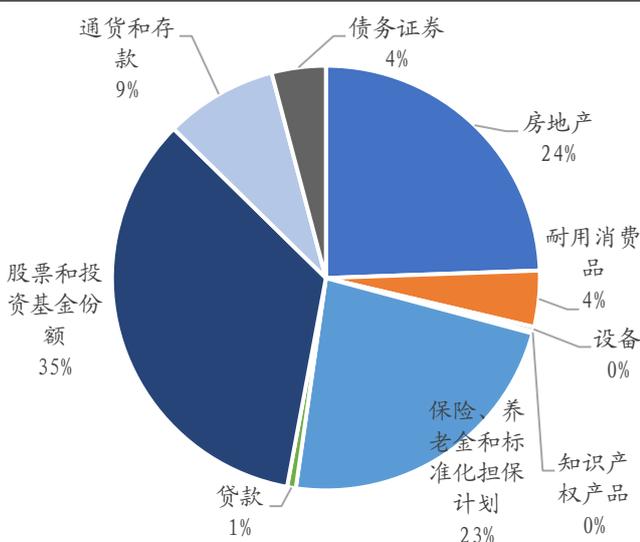
数据来源: 央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 47: 2019 年中国城镇居民金融资产配置



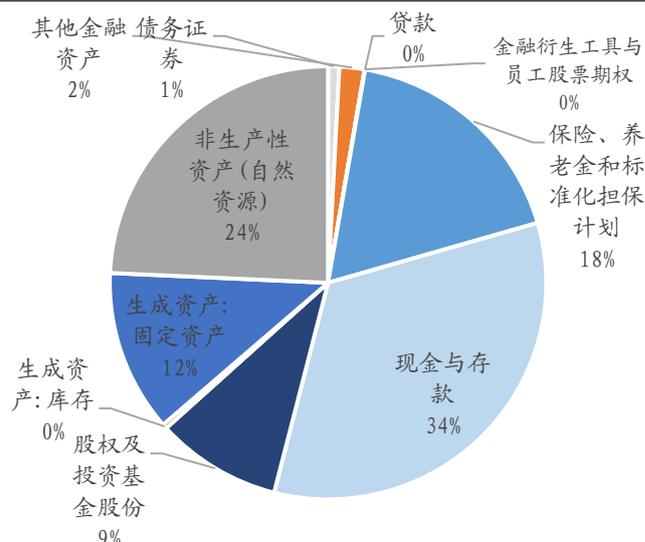
数据来源: 央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 48: 2019 年美国居民和非盈利机构资产配置



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 49: 2018 年日本居民资产配置



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

其次, 中国居民长期低配权益资产, 宏观层面的原因是工业化城镇化高速发展阶段, 实体经济对资金异常饥渴, 债务融资是社会主导的模式。特别是与房地产融资有千丝万缕关系的理财产品、信托产品、民间拆借等, 在社会资金争夺战中强势, 从而, 导致社会整体融资成本贵成为常态。具体而言:

- 城镇化的高速发展阶段, 房地产成为驱动经济发展的重要支柱, 特别是 2008 年之后较长一段时期全球经济低迷、中国陷入产能过剩的困境, 房地产更是成为刺激经济的主要手段之一。
- 城镇化过程中房地产市场的长牛又吸引了巨量的社会资金, 房子成为过去 10 多年的流动性“蓄水池”、居民大类资产配置的主力, 而股市始终是“配角”。

- 随着房价的数轮大涨，住房问题特别是房地产的资产泡沫成为社会焦点问题，房地产相关融资环境逐步收紧，因此，影子银行、理财产品、信托产品、民间拆借等长期与房地产的强劲融资需求密切相关，导致融资成本贵成为常态。
- 过去十年，中国股市面临的无风险收益率其实是以太理财品为代表的“类固定收益”产品的收益率和房价涨幅，这对股市的估值形成了系统性的压制。

**图表 50: 商业银行房地产行业新增贷款占比**


数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 51: 信托及理财等类固收产品收益率下降**


数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

**第三，经济从投资驱动、债务驱动走向创新驱动，意味着全社会真实的“无风险收益率”将下行。**一方面，“房住不炒”战略将对房地产相关的融资和投资链条产生深刻改变，另一面，打破刚兑、理财产品净值化，将推动社会财富向权益类资产再配置，有助于系统性提升股市估值中枢。

- 中国已经进入工业化和城镇化后期，在“房住不炒”的基调之下，配置在房地产市场的庞大居民财富有望向权益资产趋势性转移。
- 房地产新增贷款占各项贷款增量的比例变迁，显示了社会资源配置重大变化：

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

这一比例在 2016-2017 年曾经超过 50%，这些年在相应的政策引导下逐年下降，2020 年一季度占比已经降到 25% 左右。

- 金融供给侧改革启动之后，加速打破刚兑、理财产品净值化持续推进，因此，理财等类固收产品不再是无风险的资产。

#### 4.1.3、中长期，中国股市增量资金的机构化特征明显

首先，过去几年核心资产结构性行情的赚钱效应明显，越来越多的普通投资者选择通过基金入市。

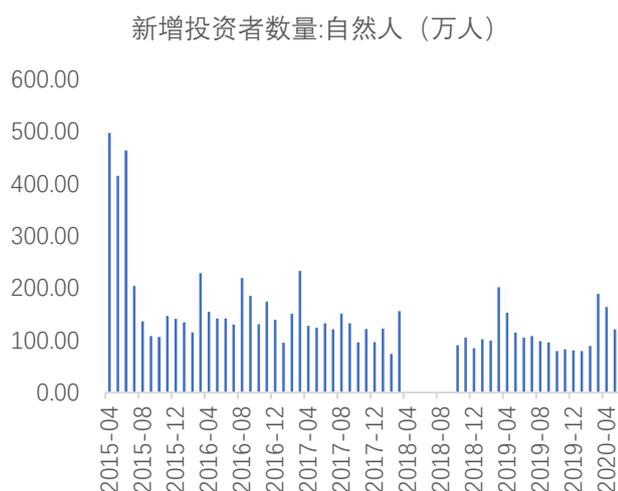
- 2016-2020 年，新增自然人投资者数量一直趴在底部，但是，股票型和混合型基金发行份额稳步上升，尤其是 2020 年截止 7 月 12 日发行份额已经超过 2019 年全年。
- 存量公募基金规模按照发行时间显示，2019 年至今新增基金规模大幅提升。

其次，海外机构逐渐增加对 A 股的配置。随着互联互通机制的开通和深化，以及 MSCI 将 A 股市场纳入全球指数体系，2018 年至今海外资金对 A 股持有市值占比逐年大幅提升，从 2017 年 1 月的 1.4% 大幅提升至 2020 年 3 月的 3.4%。

第三，银行理财和保险等中长线资金，在全球资产荒的时代正加大向股市再配置：

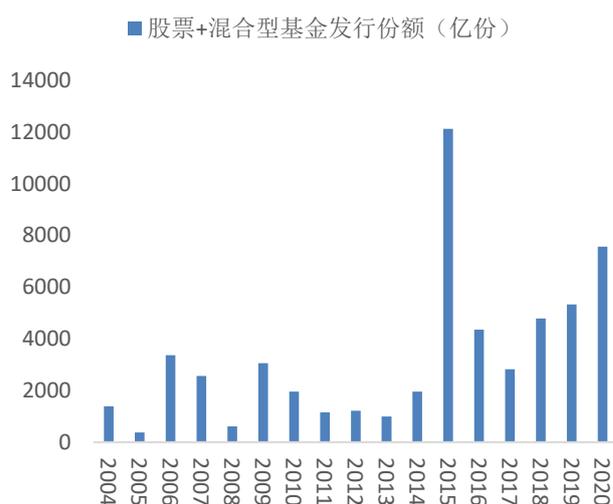
- 1) 大类资产收益率比较，优质股权资产估值有吸引力，恒生指数，上证 50、沪深 300 的潜在收益率（市盈率倒数）远高于高评级信用债收益率和理财产品收益率；
- 2) 低利率环境加大了保险公司投资端的压力，同时即将于 2022 年实施的 IFRS9 也会加大投资收益率的波动性，保险公司有动力逐步加大长期股权投资。

图表 52：新增投资者数量



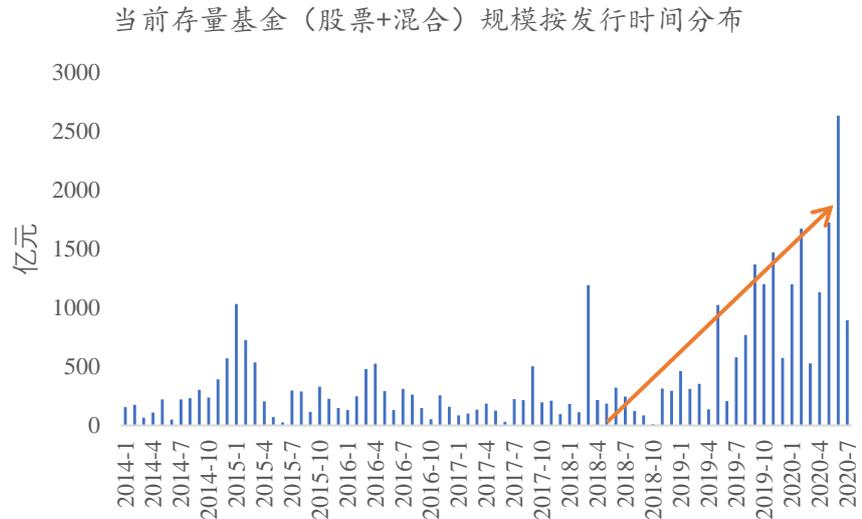
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 53：股票型和混合型基金的发行份额



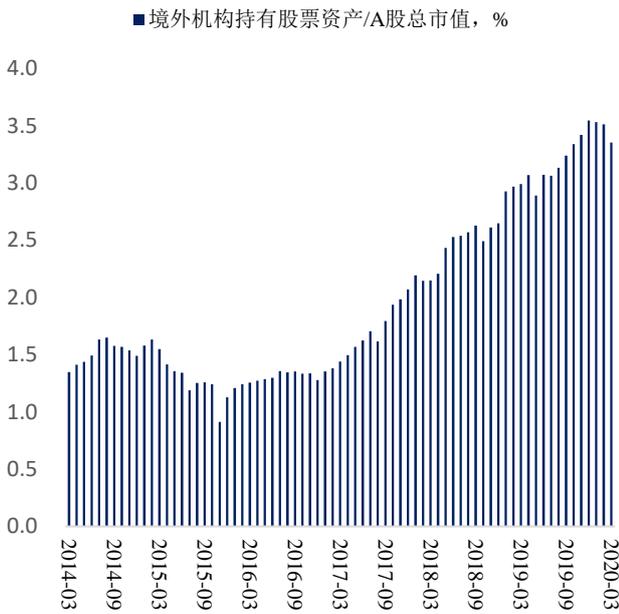
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 54: 当前存量基金（股票+混合）规模按发行时间分布



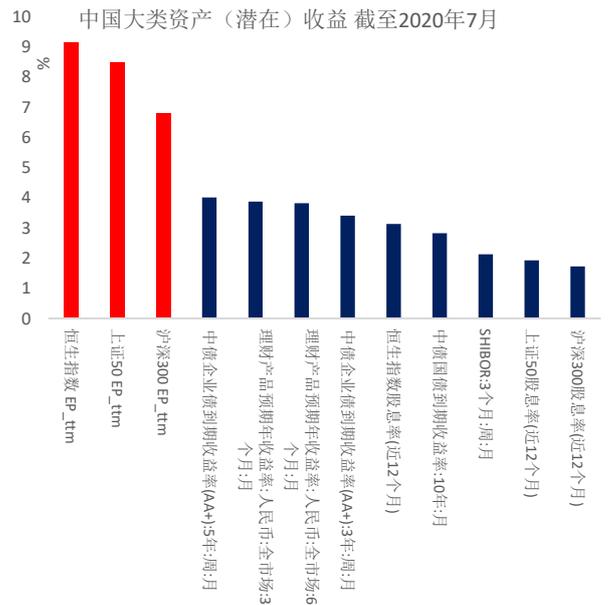
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 数据截至 2020 年 7 月 10 日

图表 55: 境外机构持有 A 股市值占比提升



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 56: 权益在中国大类资产配置中的性价比高

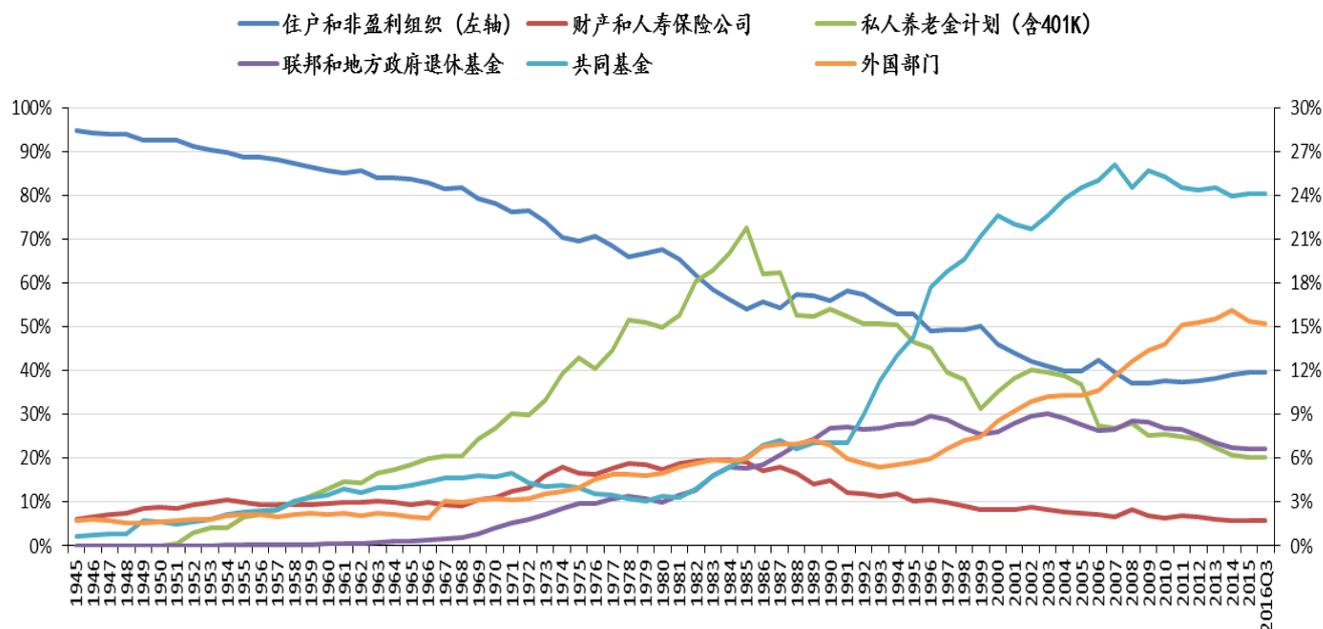


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

最后，作为小结，机构主导的行情有助于核心资产长牛的延续。

- 参考美国 80 年代 401K 计划实施以后，美股机构化趋势加速，美国的住户和非盈利组织持有市值占比从 1980 年接近 70% 一直下降至今 40% 以下。
- 美国机构化进程的推进伴随着核心资产长牛。80 年代后期，美国上市公司中，一批优秀的核心资产，包括迪士尼、麦当劳、沃尔玛等脱颖而出，呈现“赢家通吃，强者恒强”的格局。

图表 57: 美股不同类型投资者持有市值历史占比的变化 (1945-2016)



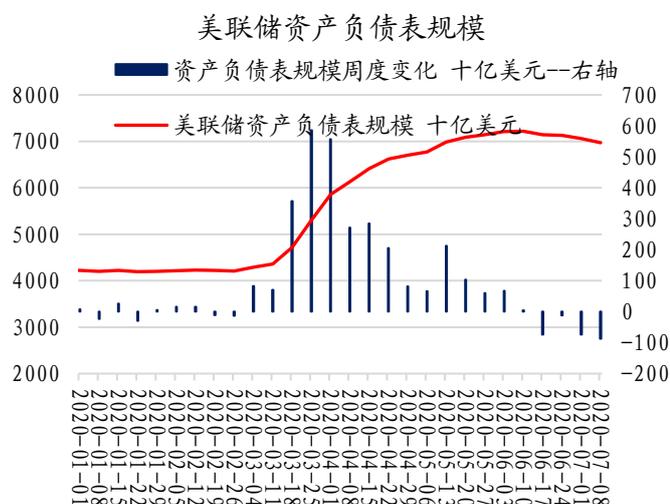
数据来源: FED, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 4.2、海外：流动性存量泛滥、中国各种“好赛道”核心资产吸引力强

### 4.2.1、短期美股要震荡消化高估值，但系统性风险不大，中期震荡向上的概率大

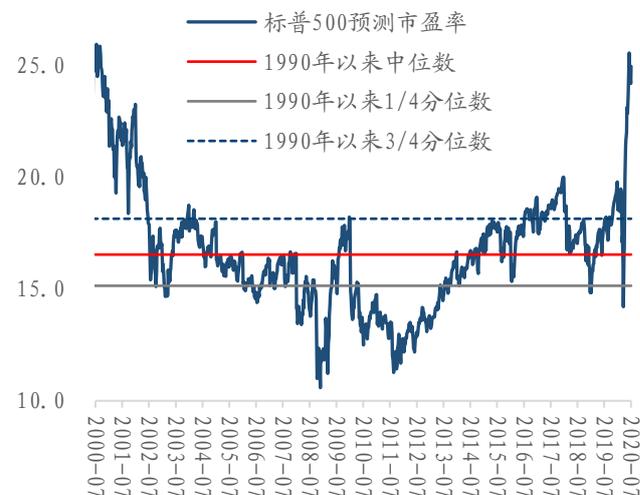
首先，当美联储资产负债表扩张速度放慢或者阶段性不再扩张，标普 500 指数也随之步入震荡、消化估值。美股的整体估值目前处于历史性泡沫状态，相当程度反应了流动性宽松预期。

图表 58: 美联储资产负债表规模



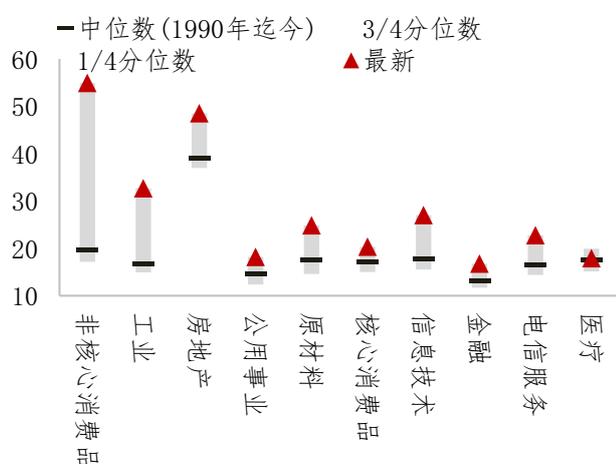
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 59: 标普 500 指数预测市盈率



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**图表 60: 美股 1990 年以来分行业预测市盈率 (所处历史分位数从高到低排序)**


数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 房地产市盈率分位数起始时间为 2016 年

**图表 61: 标普 500 历史市盈率 (TTM)**


数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

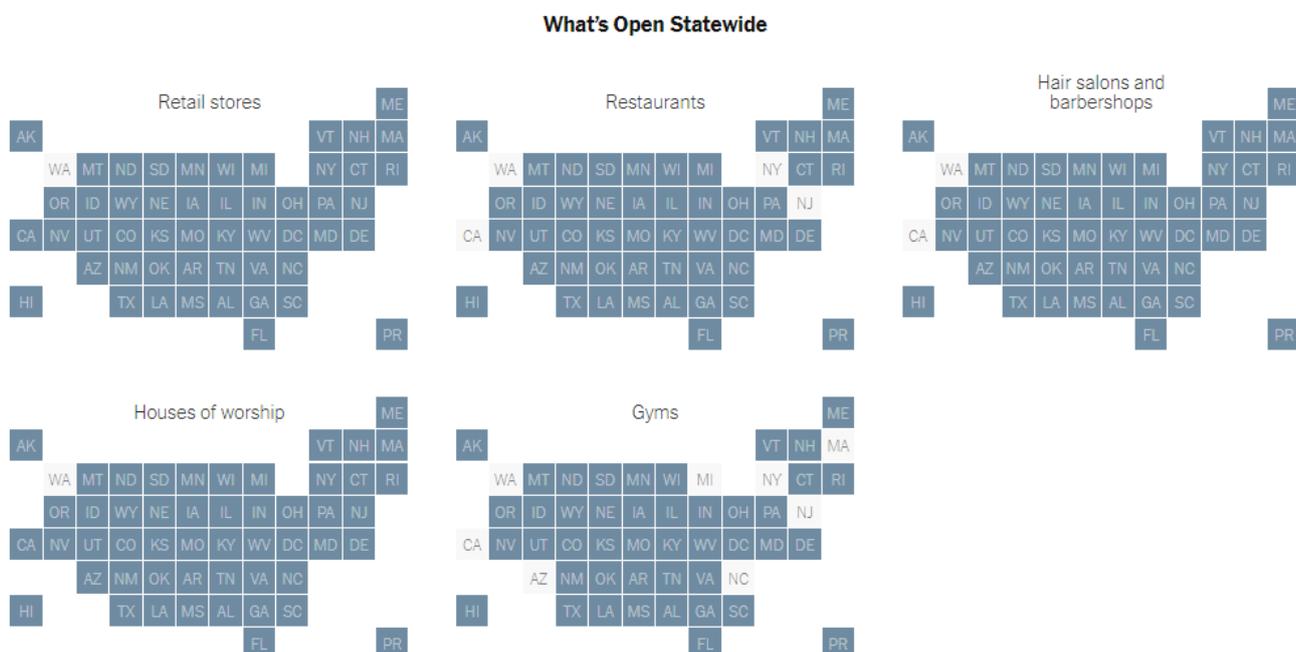
## 第二, 美股需要消化估值, 要么阶段性调整, 要么箱体震荡等待基本面业绩复苏。

- 截至 7 月 2 日, 标普 500 预测市盈率为 25.0 倍, 互联网泡沫时期标普 500 预测市盈率为最高 26.3。当前标普 500 指数预测市盈率已接近互联网泡沫时期的预测市盈率的高值。
- 截至 7 月 2 日, 标普 500 行业预测市盈率均位于 1990 年以来的较高分位数水平: 非核心消费品 (100%)、工业 (100%)、房地产 (99%)、公用事业 (92%)、原材料 (91%)、核心消费品 (91%)、信息技术 (90%)、金融 (90%)、电信服务 (86%)、医疗 (56%)。(注: 括号内百分比数值为对应行业预测市盈率于 1990 年以来的分位数)

## 第三, 疫情不止、美国货币政策和财政政策的刺激也不会停, 美股中期而言系统性风险不大, 阶段性经济数据或者季报业绩数据的风险只是短期扰动。

- 疫情并未影响经济重启。当前美国疫情二次冲击仍不见拐点, 近期美国单日新增确诊病例超 5 万人, 但是, 美国经济重启的进程未受影响。以美国的服务业为例, 并未出现规模性的关停, 比如餐馆, 截至 7 月 6 日, 全美 50 个州中仅 4 个州实施了关闭措施。
- 不论是 2020 年美国大选年的政治压力, 还是美联储的鸽派立场, 美国都将继续以超常规货币政策和财政政策来刺激美国经济, 直到走向复苏。

图表 62: 当前二次疫情冲击并没有导致美国经济规模性关停——以服务业为例



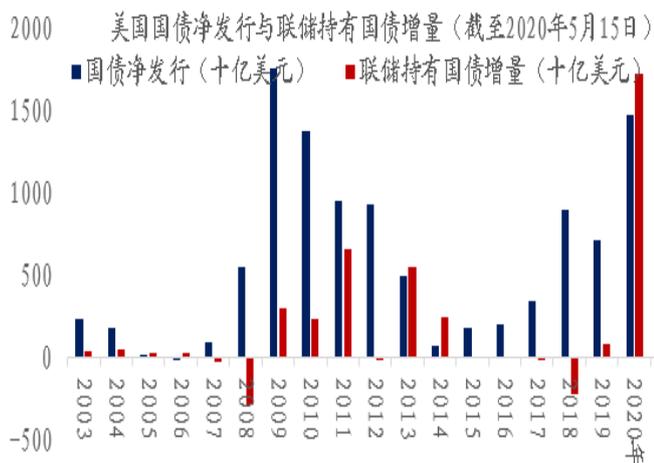
数据来源: NYtimes, 数据截至 2020 年 7 月 6 日, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 灰色表示未复工

#### 4.2.2、中期，海外泛滥的资金将在全球范围寻找性价比更高的资产

首先，财政赤字货币化的力度加深，对美元构成压力，我们预计美元中期走势将有望比 2020 年弱势，性价比更好的资产将受益于资金从美国溢出的效应。

- 历史上，美国财政赤字率大幅上升的时期，往往伴随着美元走弱。为了应对疫情的冲击，美国财政赤字占 GDP 的比重攀升至二季度末 9.8% 的历史高位。
- 美国疫情的反复，美国将继续出台大规模的财政刺激，这需要货币政策的配合。截止 5 月 15 日联储持有的美国国债增量超过了美国国债的净发行量。
- 欧、日 10 年期国债与美国国债利差已经快速回升至 2013 年以来的较高水平，

图表 63: 美国国债发行净额与美联储持有国债增量



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 64: 美国财政盈余占 GDP 比重与美元走势



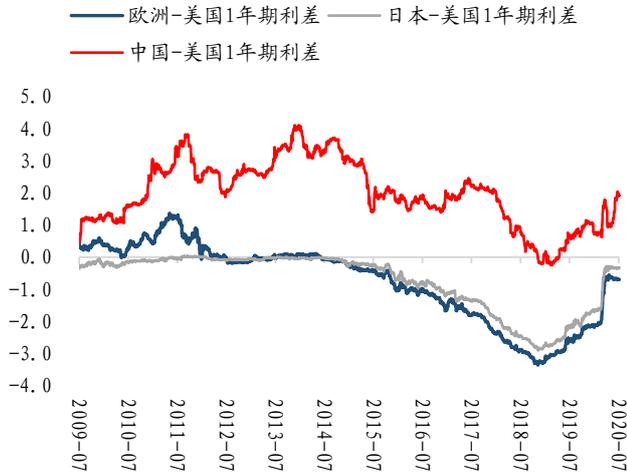
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 65: 欧洲、日本、中国与美国 1 年期国债利差

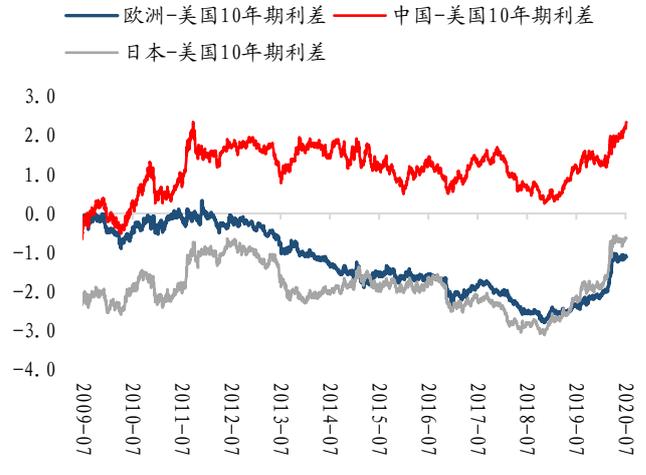
图表 66: 欧洲、日本、中国与美国 10 年期国债利差

主要国家或地区与美国1年期国债利差 %



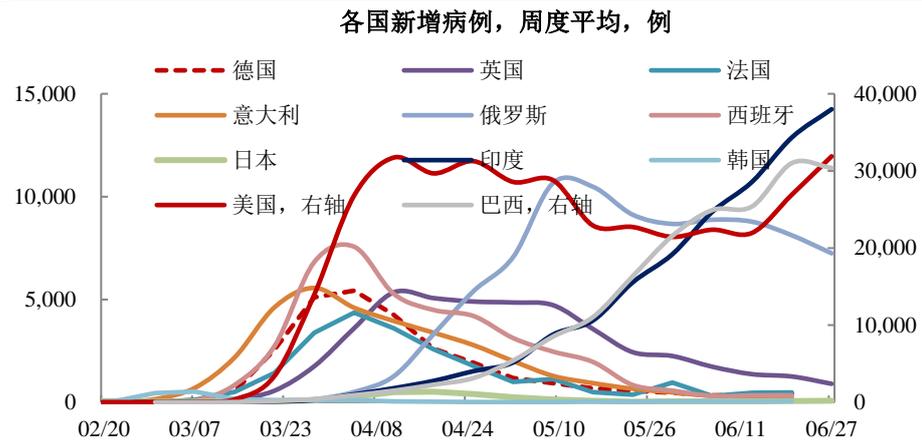
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要国家或地区与美国10年期国债利差



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 67: 欧洲疫情控制好于美国

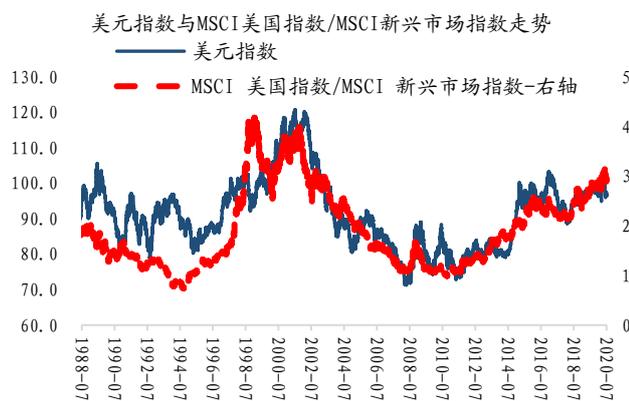


数据来源: Johns Hopkins University, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

其次，历史经验看，美元走弱的阶段，资金从美国向新兴市场溢出的效应明显。2020年4、5月份主要投资于新兴市场的ETF净流出约76.8亿美元，然而，6月以来伴随美股步入震荡，资金外溢趋势明显，6月份主要投资于新兴市场的ETF净流入约16.7亿美元。

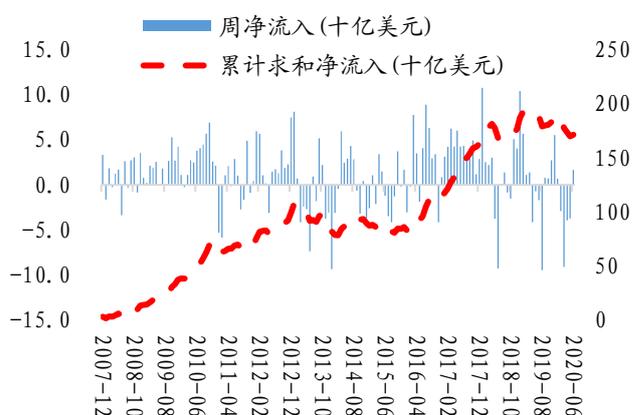
第三，历史上，美元指数的走势与MSCI美国指数/MSCI新兴市场指数的走势有较强的正相关关系。2020年6月份美元走势进入弱势震荡，上证综指(涨20.6%)、MSCI新兴市场亚洲指数(涨15.6%)和MSCI新兴市场指数(涨13.5%)领涨。

图表 68: 美元指数与 MSCI 美国指数/MSCI 新兴市场指数走势有较强的正相关关系



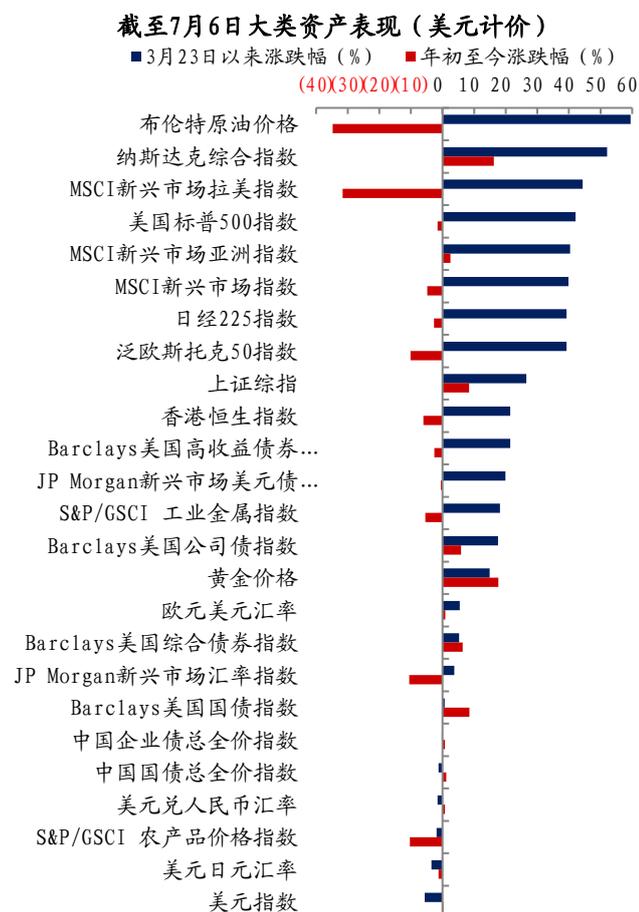
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 69: 通过 ETF 流入新兴市场的资金量



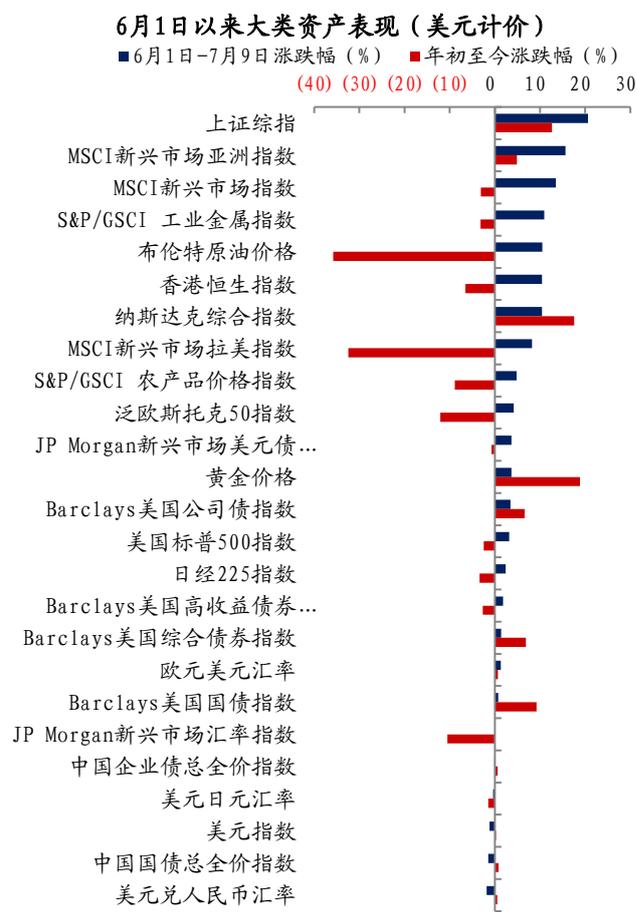
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 70: 3 月 23 日以来大类资产表现



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 71: 6 月 1 日以来大类资产表现



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 4.2.3、中期，中国核心资产在全球的性价比高，受益于全球再配置

中国优质股票资产性价比更高：中国经济复苏更明确；估值有优势；资本市场的

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

改革创新，这些都有助于提升外资对中国资产的关注度。

- 中国占据全球 GDP 超过 20%，而资产的全球配置比例依然较低。据央行数据显示，截至 2019 年 12 月，境外机构和个人持有境内股票达 2.1 万亿元，持有债券资产约 2.3 万亿元，从占比看，境外投资者在中国股票、债券的持有比重在 2%至 4%左右。
- 全球优质资产荒的时代，中国各种“好赛道”的核心资产在全球都是稀缺的，如同沙漠中的绿洲。以 MSCI CHINA 前十大权重股为例，簇拥阿里、腾讯、美团、京东、网易等互联网巨头；外资持有 A 股前十公司贵州茅台、美的集团、格力电气、恒瑞医药、中国国旅等都是中国消费和医药行业的好公司。
- 并且，全球来看，这些公司优质而且不贵。全球都水涨船高，而港股和 A 股的诸多优质资产在全球来看性价比有相对吸引力，尤其是港股恒生指数、恒生国企指数 PE 估值在全球主要市场中都处于较低水平。纳斯达克、德国 DAX30、标普 500、MSCI 新兴市场的 PE 都已经高于 2011 年以来的 95%分位数水平，欧洲斯托克 50、日经 225 的 PE 也处于 2011 年以来的 90%分位数水平附近，而恒生指数（47%）、恒生国企指数（57%）尚不到 60%分位数。
- 中国港股和 A 股正在进行改革创新，包括，注册制、科创板、中概股回归、核心指数编制方式的优化、对外开放，都将提升外资对中国资产的关注度。

我们可以观察到，3 月 23 日以来，北向资金持续保持净流入，3 月 23 日至 7 月 3 日，已累计流入 1684.3 亿人民币。

图表 72: MSCI 中国指数前十大权重股

代码	公司名称	指数权重	截至 6 月 30 日市值 (十亿美元)	所属行业
BABA UN Equity	阿里巴巴	17.09	405.22	非必需性消费业
0700 HK Equity	腾讯控股	15.55	368.73	电信服务
3690 HK Equity	美团点评-W	3.33	78.86	非必需性消费业
0939 HK Equity	中国建设银行	3.28	77.8	金融
2318 HK Equity	中国平安	2.51	59.58	金融
JD UW Equity	京东	2.16	51.17	非必需性消费业
0941 HK Equity	中国移动	1.75	41.45	电信服务
1398 HK Equity	工商银行	1.55	36.84	金融
NTES UW Equity	网易公司	1.48	35.05	电信服务
BIDU UW Equity	百度	1.39	32.91	电信服务

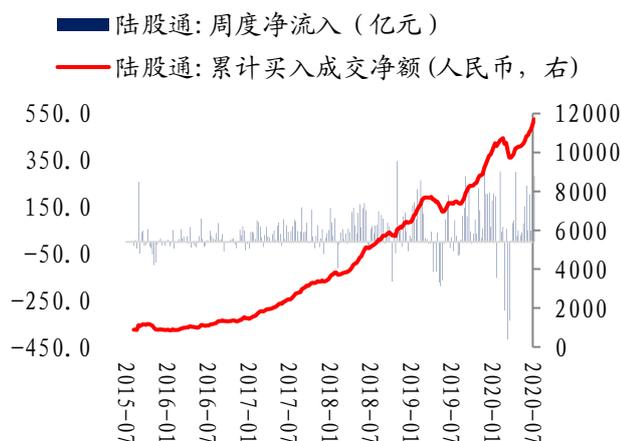
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 73: 外资持股市值前十大公司

证券简称	合计	陆股通		QFII/RQFII	
	外资持股市值(亿元)	持股市值(亿元)	占外资持股市值比例(%)	持股市值(亿元)	占外资持股市值比例(%)
贵州茅台	1,458.84	1,458.84	100.0%	0.00	-
美的集团	839.03	696.04	83.0%	143.00	17.0%
格力电器	572.70	547.99	95.7%	24.71	4.3%
恒瑞医药	532.90	470.97	88.4%	61.93	11.6%
五粮液	520.56	502.07	96.4%	18.49	3.6%
中国平安	508.17	508.17	100.0%	0.00	-
宁波银行	335.75	47.44	14.1%	288.31	85.9%
招商银行	318.00	318.00	100.0%	0.00	-
海螺水泥	280.19	241.48	86.2%	38.72	13.8%
中国国旅	278.67	264.52	94.9%	14.15	5.1%

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 74: 陆股通累计买入和周净买入成交额(亿人民币)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 75: 港股和 A 股的优质资产性价比在全球有相对优势



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4.2.4、长期，中美博弈还将有波澜，但是，扰动成为全球资金趁机买入中国核心资产的良机

中美博弈长期还有波澜，但是，2020年下半年大概率有惊无险，如果围绕香港问题的中美博弈还会出现波折，恰为全球资金提供趁机买入中国核心资产的良机。

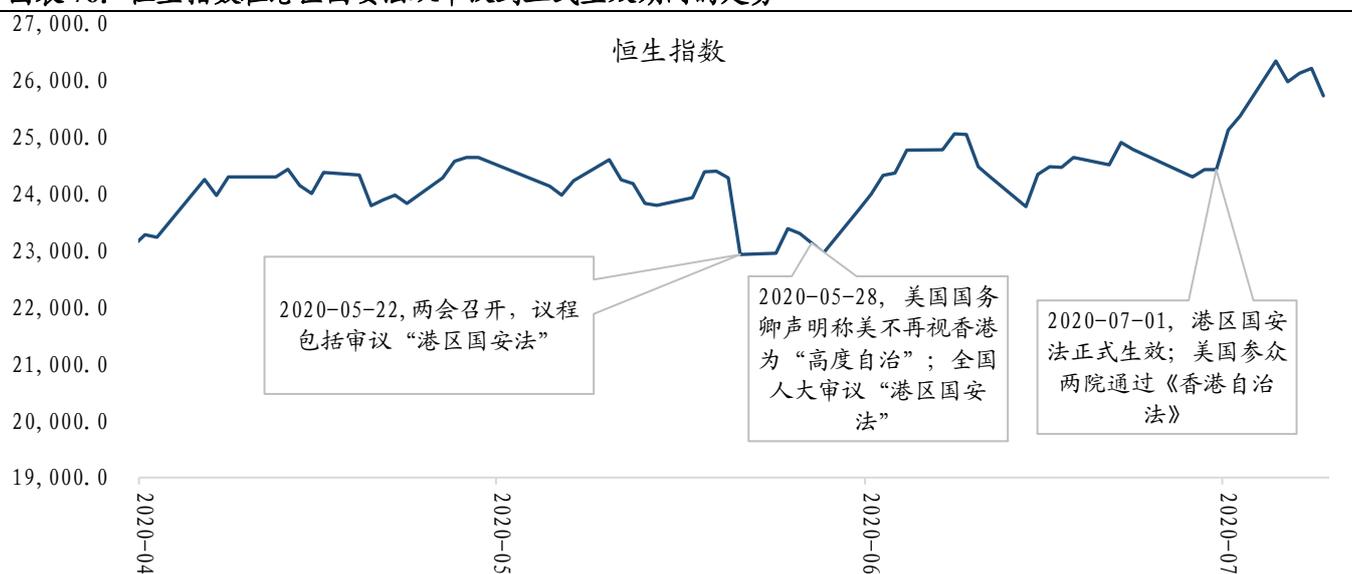
首先，越是临近2020年美国大选，越是会打“中国牌”来转移矛盾、摔锅。美国自身面临疫情失控、平权运动尚未平息、美国大选形势复杂，在此背景下，预期美国政府有意愿和中国一起大力落实中美第一阶段贸易协议，但同时，竞选过程中的“嘴炮”反华言论可能也难免，雷声大、雨点小，对市场有惊无险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

其次，中国香港事件影响虽然可能还有波澜，但最糟糕的阶段已经过去。

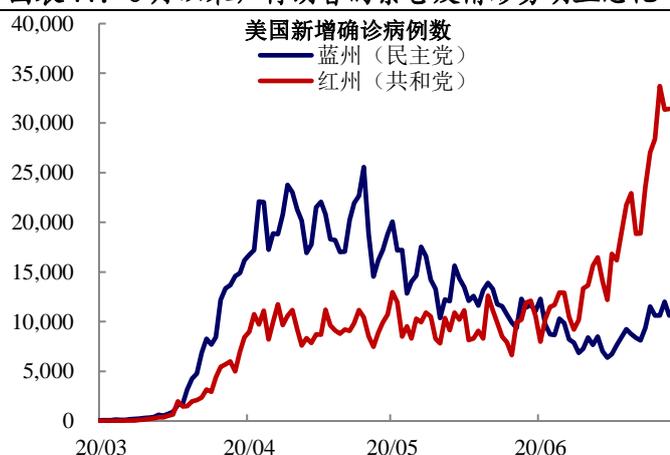
- 回顾“港区国安法”从提出审议到正式实施这一阶段：5月22日，审议“港区国安法”出现在十三届全国人大三次会议议程中，恒生指数单日本日下跌5.6%，但下一交易日便止跌反弹；
- 5月28日，美国国务卿声明称不再视香港为“高度自治”，恒指仅小幅下跌0.7%；
- 此后，无论是7月1日“港区国安法”正式生效，还是7月份美国参众两院通过《香港自治法》号称——制裁与推动国安法有关的中国官员以及有金融往来的银行，恒指均未受到明显影响，相反，次日恒指均大涨。

**图表 76: 恒生指数在港区国安法从审议到正式生效期间的走势**



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 77: 6月以来, 特朗普的票仓疫情形势明显恶化**



注: 红蓝州的划分以 2016 年总统大选结果为依据。  
数据来源: Our World in Data, NY Times, 兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

**图表 78: 近期, 特朗普竞选压力明显上升**



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 79: 2020 年中美相关重要政治事件



数据来源：官方媒体，兴业证券经济与金融研究院整理

## 五、投资策略：精选核心资产，把握当下，赢在未来

### 5.1、行情展望：核心资产长牛仍是大概率事件，而指数疯牛每次不长久

首先，未来数年核心资产继续结构性长牛行情是大概率事件。

逻辑详见 2019 年 4 月《核心资产牛市的大趋势及小波段》及本文对宏观面、制度面、资金面和全球环境的判断：**宏观面**中国经济步入高质量发展阶段、新科技朱格拉周期启动；**制度面**中国金融体系重构、迈入股权时代；**资金面**社会财富向股市趋势性转移、增量资金机构化特征明显；**全球环境**处于存量流动性泛滥低增长时代，优质资产“荒”。

其次，未来数年的投资风格——科技成长仍将是本轮行情的主旋律，而传统行业估值修复所导致的风格再平衡只是“水涨船高”的插曲。

这是基于基本面的判断，建议淡化指数的波动，把精力放在更重要的事情上，聚焦于核心资产的长牛。

- **当前与 2001-2010 年不同**，那时的朱格拉周期是重工业化主导的，那时的周期股其实是成长股，而现在多数周期股只是伴随弱库存周期而起伏、做波段。
- **当前与 2009、10 年也不同**，那时是 4 万亿刺激下的“强复苏”加上流动性大水漫灌，而现在是“弱复苏”和国内货币政策刺激保持定力。
- **当前在宏观“弱复苏”和新科技朱格拉周期启动的环境下**，科技型的先进制造业兼具成长和周期特征，中期盈利有弹性、长期成长空间巨大，是中短期和中长期的最优解。我们看好，新能源车、5G 半导体、精细化工、军工、高端制造这些景气在持续改善、既有周期色彩、又有科技含量的领域。

**结论：精选那些受益于国内大循环新趋势的相关行业核心资产才是长期赢家之道。**

当前资本市场的重要变化是 A 股启动创业板注册制，港股体制创新吸引同股不同

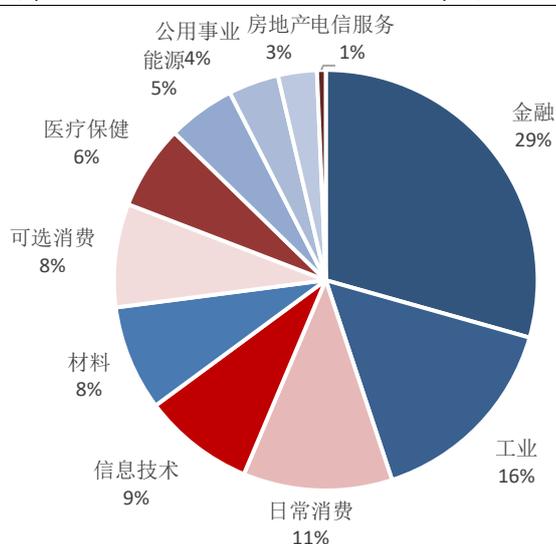
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

权、中概股回归以及那些没有收入的创新型生物科技上市。无论是 A 股还是港股，股票会越来越多，但是，股票与股票之间的差异也会越来越大。上世纪 80-90 年代美国信息技术加速发展时期，大批“披着互联网外衣”的公司发行上市，但仅有优质公司才能够在互联网泡沫破灭之后生存下来。

第三，从行情节奏来看，我们承认中国权益资产已经进入“水涨船高”的全面行情阶段，但是，基于上证综指发生质变仍有待时日，指数型“疯牛”每次都不会持续太久。建议投资者不要去“赌”像这次不一样。在当前宏观环境下，传统行业特别是周期行业行情更多是围绕库存周期进行大幅波动，而不像过去那样具有朱格拉周期的繁荣动能。但是，目前，上证综指仍是传统行业主导的指数，市值结构的分布来看，金融地产占比 32%，能源材料公用事业占比 17%，工业占比 15%，日常消费+可选消费占比 19%，信息技术占比仅 9%，医疗保健占比 6%。

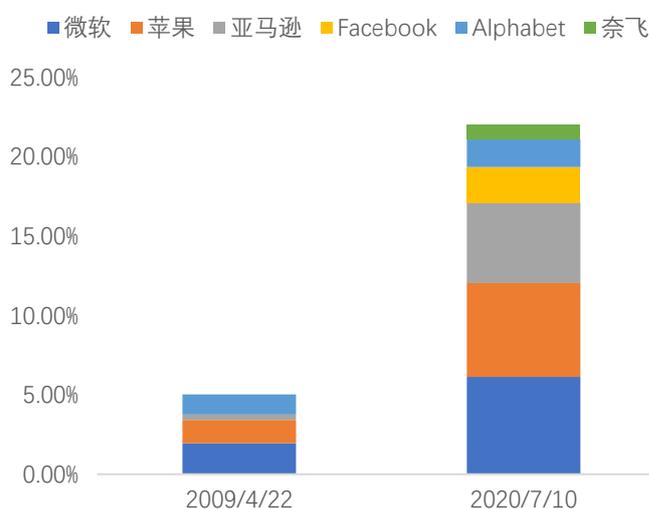
第四，中国股市若想要走出大盘指数的长牛趋势，也许需要等待中国版的 FAAMNG 来支撑指数震荡向上。2009 年至今以 FAAMNG 为代表的核心资产驱动美股走出指数长牛行情。2009 年 4 月 FAAMNG 占标普 500 指数的权重只有 5%，其中 Facebook 和奈飞还未上市，2020 年 7 月 FAAMNG 占标普 500 指数的权重已经高达 22%。2009 年初至 2020 年 7 月，FAAMNG 贡献了标普 500 指数涨幅的 32%，从 2015 年初至 2020 年 7 月，FAAMNG 贡献了标普 500 指数涨幅的 53%，过去一年，FAAMNG 贡献了美股标普 500 指数涨幅的 180%!

图表 80: 上证综指仍是传统行业主导的指数



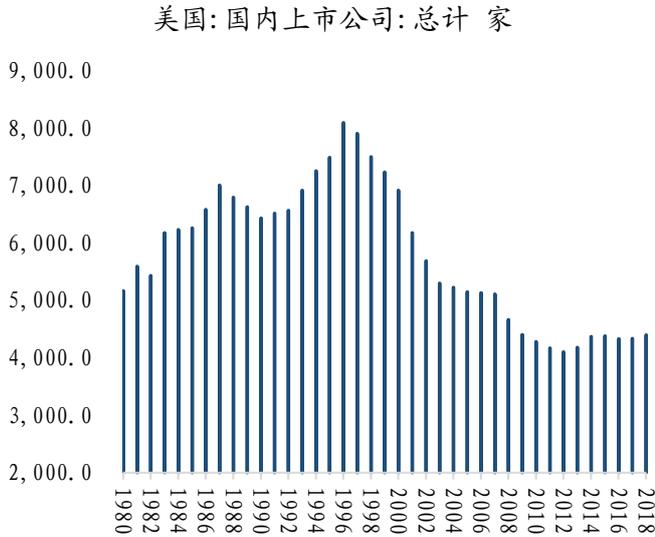
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 81: FAAMNG 占标普 500 指数的权重



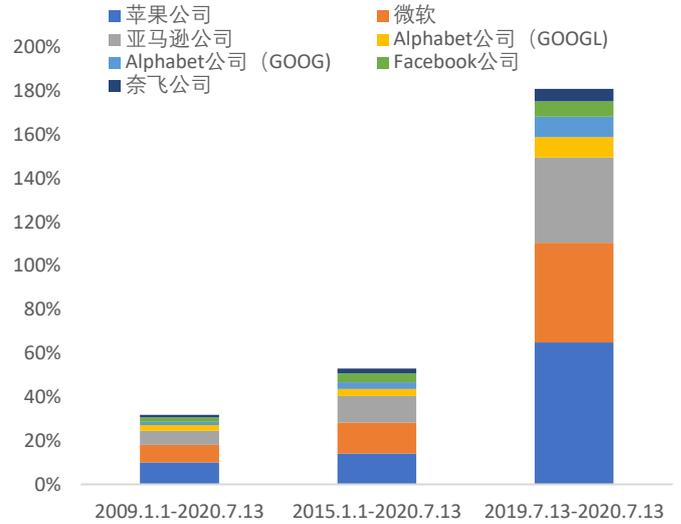
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 82: 美国国内上市公司家数



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 83: FAAMNG 对标普 500 指数的驱动



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 5.2、“国内大循环为主体”的新形势下的核心资产牛市更趋于“硬核”

所谓核心资产牛市更趋于“硬核”，指的是面对当前复杂严峻的外部环境和逆全球化潮流，那些具有真正难以被替代的核心竞争力的中国优秀公司。详见基于我们 20171211《核心资产不只是漂亮 50》对于核心资产三个层次的论述：

- 核心资产的第一层次是指具备适应中国经济高质量增长新形势的核心竞争力。也就是巴菲特推崇的竞争护城河，能保持盈利能力或者带来持续高成长，包括，1) 消费行业具有品牌垄断力、渠道控制力或产品独特性；2) 传统周期行业具有成本、资金、管理、技术等独特优势，能够迅速适应经济结构调整、产业升级；3) 在新兴行业的先进技术或创新模式。
- 核心资产的第二层次是具备与全球同业巨头竞争优势的竞争力。首先，立足中国 14 亿人口内需消费需求、难以被颠覆的中国消费、医药行业龙头，本质上就是世界级龙头。第二，中国的优势制造业特别是机械、化工、汽车、TMT、机电等领域具备技术领先、全球扩张能力的企业。第三，科技创新领域具有全球领先优势的公司，特别是互联网巨头、新能源车、5G、军工等领域。
- 核心资产的第三层次是指核心竞争力的成长性，中国各细分行业核心竞争力不断提升的龙头公司都有希望成为核心资产。核心资产不能局限于某些行业或大小市值，核心资产不能等同于大市值股票或者小市值股票，不能等同于消费。核心资产不只是 2017 年以来表现较好的白酒医药，也不止是上证 50 中占比较大的金融地产。细分行业的“小巨人”，也能够成为全球性的佼佼者。

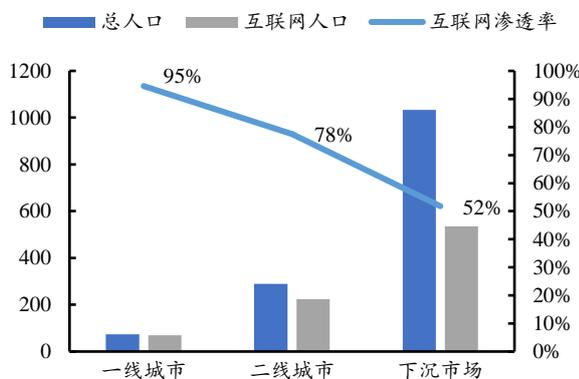
### 5.2.1、互联网及计算机：科技与消费的完美结合，港股更具代表性

首先，To C——凭借着全球领先的互联网行业以及最大的消费市场，平台巨头正

引领商业模式由量变走向质变；互联网行业结合消费与科技元素，行业龙头将持续业绩与估值双击。

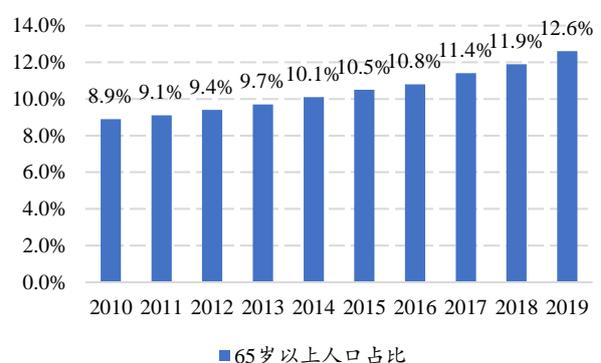
- **电商：长期增长趋势不改，疫情加速线上渗透率提升**，社交电商、直播电商等新消费模式有效地满足了消费者的多元需求，诸如生鲜到家等新零售模式的发展，将拓宽网络消费的应用场景。
- **游戏：“宅家”驱动流水&时长，5G 将促进云游戏发展**，海外游戏的渗透率自 2Q19 出现了较大幅度的增长，即使当前基数较高，头部公司业绩仍有机会超出预期。
- **互联网医疗：互联网用户群、医疗资源紧缺及技术进步推动中国互联网医疗持续高增长**。1) 用户：中国互联网渗透率逐步攀升（2019 年达到 52%）为客户转化提供了庞大用户基群。2) 需求：老龄化问题日益凸显以及医疗资源分配不均促使远程医疗服务需求增长。3) 技术：大数据以及人工智能技术的成熟有效提高了健康管理的效率与精准度。
- **外卖：基本恢复，长期增长逻辑坚定**。外卖单量及外卖营业额现已基本恢复，且随着不断规模化，龙头公司外卖的单均盈利能力尚存 1+元的空间，龙头公司场景扩充叠加高端餐饮商家的入驻驱动客单价大幅提升；与此同时，广告营销能力将随用户习惯提升，结合到店领域的份额优势，将有更多变现空间。
- **互联网广告：线上广告预算剧增，此外“宅经济”红利加大了游戏、在线教育、办公领域等投放力度**。在宏观逆势的情况下，广告主一般会选取能抓取高用户使用时长的线上平台以及 ROI 高的平台。因而如短视频抖音、快手，社交平台微信即获取了更多的市场份额，1Q20，腾讯社交广告在逆势下同比高增 47%。
- **短视频：UGC 内容流量井喷，平台从独木到成林，网红生态蓬勃发展**，UGC 生态在流量上已经成为国内最大的娱乐性生态，诞生了抖音、快手、微博等商业巨头。随着主流 UGC 平台的确立，网红生态 2019 年迎来了大规模商业变现，整体规模为数千亿市场，且处于爆发初期。

图表 84：2019 年国内各区域互联网用户渗透率



资料来源：中国信通院，兴业证券经济与金融研究院海外 TMT 整理

图表 85：65 岁以上人口占比

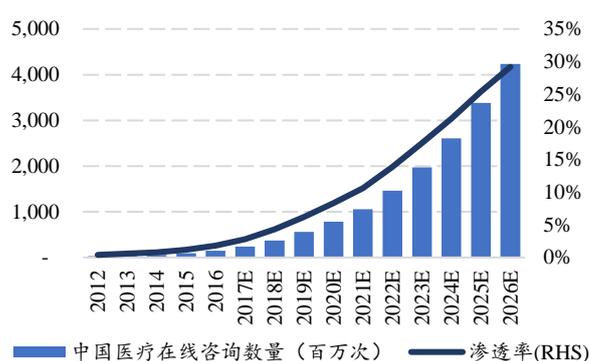


资料来源：国际统计局，兴业证券经济与金融研究院海外 TMT 整理

图表 86: 中国互联网医疗健康市场 (十亿元人民币)



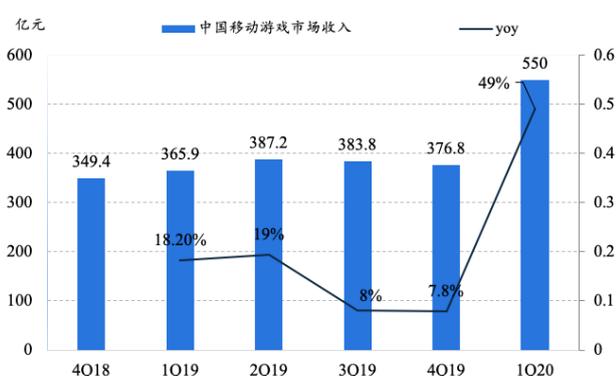
图表 87: 医疗在线咨询数量 (百万次)



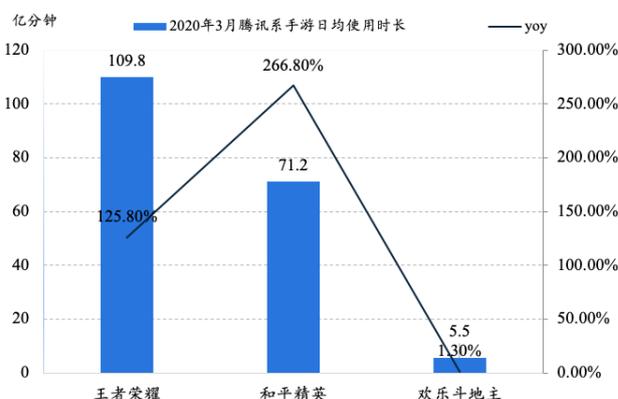
资料来源: Frost & Sullivan, 兴业证券经济与金融研究院海外 TMT 团队整理

资料来源: 极光大数据, 兴业证券经济与金融研究院海外 TMT 团队整理

图表 88: 中国移动游戏市场收入季度数据



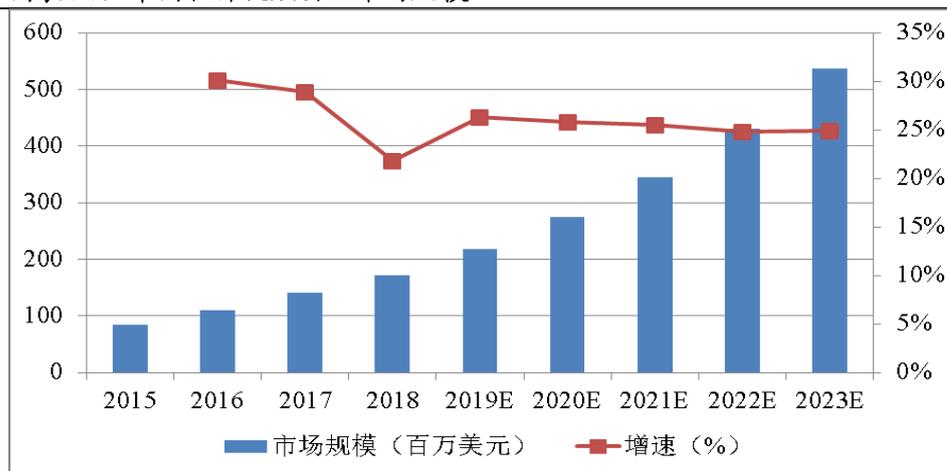
图表 89: 2020年3月腾讯系手游日均使用时长



资料来源: 伽玛数据, 兴业证券经济与金融研究院海外 TMT 团队整理

资料来源: 极光大数据, 兴业证券经济与金融研究院海外 TMT 团队整理

图表 90: 中国软件视频会议市场规模



数据来源: IDC, 兴业证券经济与金融研究院整理

其次, To B: 受线上化超预期需求推动, 中国将开启新一轮“云”资本开支回升。阿里巴巴计划 3 年 2000 亿元、腾讯计划 5 年 5000 亿元都将加码数字基建, 包括, 远程办公、教育、在线经济等新增场景, 将利好云计算在线上协作、互联网巨头、

电商、流媒体娱乐等领域的应用，进而，对于国内的信创行业形成巨大需求推动。

### 5.2.2、以半导体和 5G 为代表的科技硬件：立足内需反击“被脱钩”

首先，中国半导体的供、需两端都面临中长期发展的机遇。

一方面，中国对半导体的需求有望进入多元化、高增长阶段。5G 建设的深入推广和疫情对人类社会活动的深层影响，都将持续助推万物互联的大时代，所以，中国未来 10 年的新型朱格拉周期的半导体，可以类比过去城镇化工业化高速发展期的水泥钢铁，终端需求除了现有的智能手机、PC、服务器之外将更加多元化。

另一方面，应对美国为首的西方世界在科技领域对华“脱钩”的压力，中国半导体的全产业链有望深化合作、自主创新。随着，中国的芯片设计厂商崛起；制造环节国内晶圆厂龙头中芯国际、存储厂商代表长江存储、合肥长鑫在技术上实现关键性突破；半导体设备、材料厂商产品逐渐成熟，国产化率有望进一步提升。

- **芯片设计：**受益于终端本地市场与供应链的需求，国内芯片设计企业数量与市场份额激增。华为海思在 1Q20 首次进入全球半导体营收前十的榜单。
- **制造环节：**以中芯国际为首的晶圆代工厂为中国 Fabless 提供全方位、本土化的解决方案，在指纹芯片、图像传感器、电源管理、功率器件等成熟制程领域，与顶尖的芯片设计公司深化合作；持续开拓先进制程，发力国产替代。
- **半导体设备、材料厂商：**国家大基金二期注资显示出政策扶持提速，二级市场助力。与此同时，中国半导体材料与设备国产化率平均不足 20%，行业有望加速弥补短板。

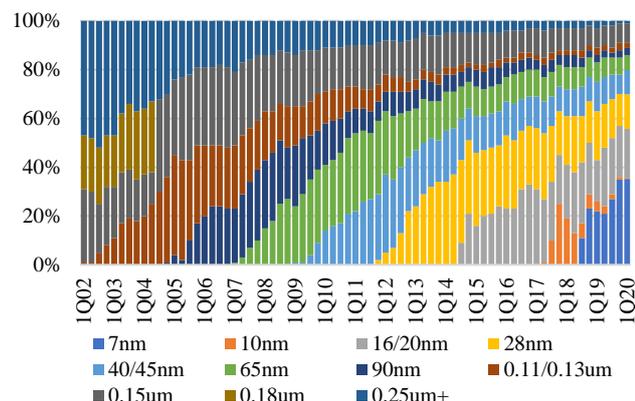
其次，中国的 5G 建设进入高景气阶段，主要运营商开启投资热潮。根据三大运营商 2019 年年报，2020 年资本开支总额约为 3348 亿元，其中 5G 相关投资约 1803 亿。2020 年 5 月 20 日中国移动发布公告，与中国广电签署《5G 共建共享合作框架协议》将共同投资建设 700MHz 5G 网络。兴证通信团队估算该共建计划再一次推高对 5G 的投资，700MHz 频段实现全国覆盖约需要 40 万座基站。

图表 91：20Q1 全球半导体公司销售额排名（百万美元）

1Q20	1Q19	公司	总部	1Q19 半导体销售额	1Q20 半导体销售额	YoY
1	1	Intel	美国	15,799	19,508	23%
2	2	Samsung	韩国	11,992	13,939	16%
3	3	TSMC	中国台湾	7,096	10,319	45%
4	4	SK Hynix	韩国	5,903	5,829	-1%
5	5	Micron	美国	5,465	4,795	-12%
6	6	Broadcom	美国	3,764	3,700	-2%
7	7	Qualcomm	美国	3,753	4,050	8%
8	8	TI	美国	3,199	2,974	-7%
9	11	Nvidia	美国	2,215	3,035	37%
10	15	HiSilicon	中国	1,735	2,670	54%
前十合计				62543	72487	16%

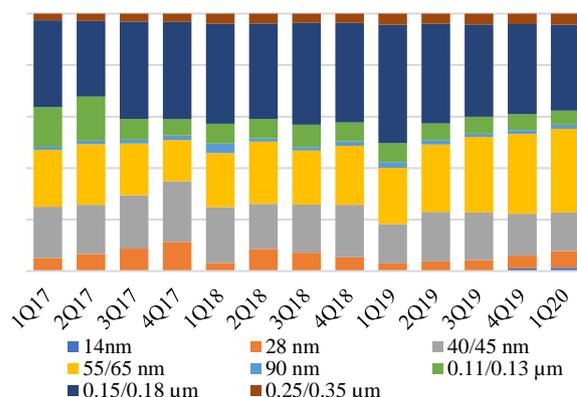
数据来源：IC insights，兴业证券经济与金融研究院海外 TMT 团队整理

图表 92: 台积电收入结构按制程



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院海外 TMT 整理

图表 93: 中芯国际收入结构按制程



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院海外 TMT 整理

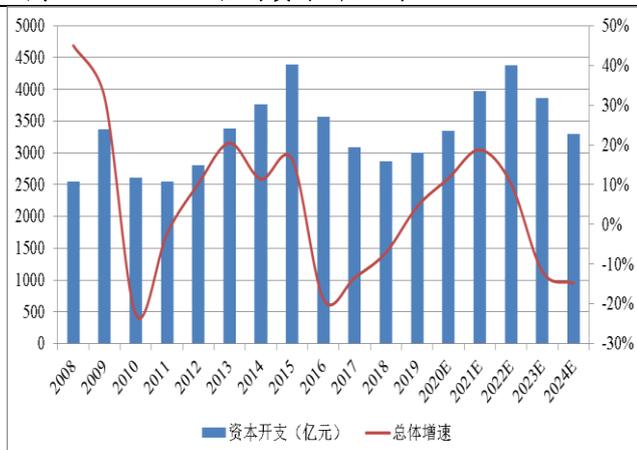
图表 94: 中国半导体设备国产化情况

	占半导体设备市场	全球市场规模 (亿美元)	国内需求规模 (亿美元)	2020年国产化率	相关企业营收 (亿美元)	国内厂商	国产工艺节点	国际龙头	国际龙头集中度
光刻机	20%	120	31	0%	0.0	上海微电子	90nm	ASML	74%
涂胶显影	3%	20	5	1%	0.0	芯源微	90/65nm	TEL	88%
去胶设备	1%	5	2	60%	0.9	Mattson	5nm	PSK, LAM	50%
刻蚀设备	25%	140	39	7%	2.7	北方华创, Mattson, 中微公司	中微5nm 北方华创14nm	LAM, TEL, AMAT	95%
CVD	15%	30	23	5%	1.2	北方华创, 沈阳拓荆	90/65/28/14nm	AMAT, LAM, TEL	70%
PVD	5%	80	8	6%	0.5	北方华创, 沈阳拓荆	90/65/28/14nm	AMAT	85%
热处理	3%	18	5	20%	0.9	北方华创	65/45/28nm	TEL, KOKUSAI	82%
清洗设备	6%	35	9	16%	1.5	盛美半导体, 北方华创 至纯科技	28nm/14nm	DNS, TEL	75%
离子注入	3%	16	5	2%	0.1	中科信, 凯世通	65/45/28nm	AMAT, Axcelis	90%
CMP设备	4%	20	6	10%	0.6	华海清科	28/14nm	AMAT, Ebara	97%
检测测量	10%	60	15	3%	0.5	上海精测, 睿励科学 中科飞测, OPTIMA		KLA, AMAT	64%
封装设备	6%	35	9	1%	0.1	晶微科技		ASMPT, Shinkawa, Besi	60%
测试机	6%	35	9	12%	1.1	华峰测控, 长川科技		Advantest, Teradyne	84%
探针机	2%	10	3	0%	0.0	深圳砂电		TEL, ACCRETECH	88%
分选机	2%	9	3	18%	0.6	长川科技		Cohu, Xcerra, Advantest	60%

资料来源: 公开资料, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院海外 TMT 测算

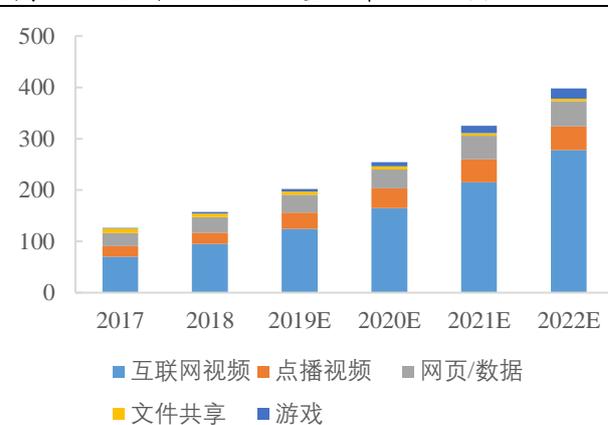
注: 假设 2020 年国内晶圆厂资本开支约 1350 亿元人民币, 其中设备采购占比 80%。汇率按照 1 美元兑 7 人民币换算

图表 95: 三大运营商资本开支情况



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院通信组整理

图表 96: 全球 IP 视频流量 (单位: PB/月)



资料来源: 思科, 兴业证券经济与金融研究院通信组整理

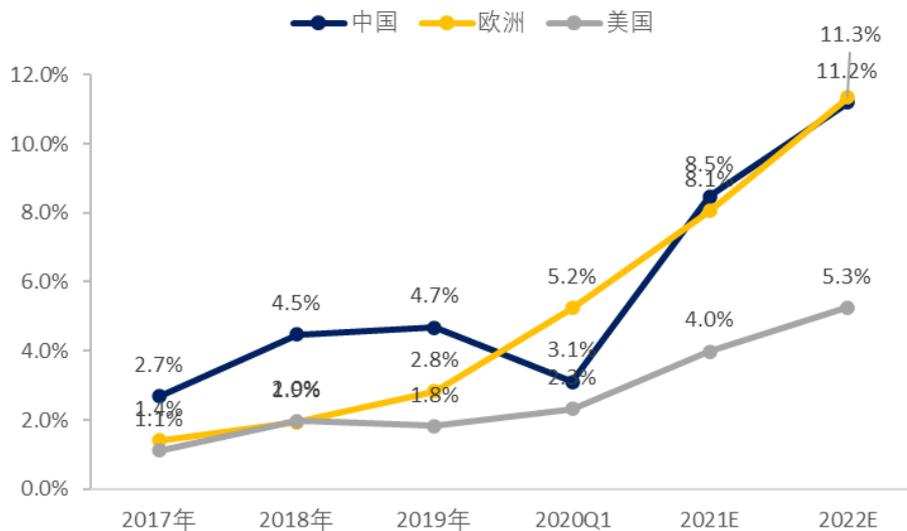
### 5.2.3、以新能源车为代表的先进制造业

**政策面：**气候问题，低碳经济背景下所倡导的能源结构优化，是时代的大趋势。所以无论是中国还是以欧洲为代表的发达国家，对于新能源车的政策倾斜将长期存在。以德国为例，自 2020 年 2 月 19 日起，纯电动车补贴从去年的 4000 欧元增加至 6000 欧元，插电混动汽车补贴从去年的 3000 增加至 4500 欧元。

**需求：**新能源汽车渗透率稳步提升，消费者接受度提升，市场空间有望进一步打开。根据 Marklines 数据测算，全球三大新能源汽车市场渗透率均逐步提升，预计 2022 年，美国和欧洲的新能源车渗透率约 11%。多数国家已实现平民车型购置端平价，叠加终端优惠以及未来可能实现的电动车增值税减免，电动车将真正实现从“平价”进入“价格优势”阶段，将进一步打开市场空间。

**供给：**国内的寡头竞争格局已经明显，有望实现赢家通吃 1) 电池环节寡头垄断，龙头享有较高的议价能力，据 GGII，2018 年、2019 年、2020 年前四月国内动力电池产量分别为 65、71、8GWh，宁德时代国内动力电池市占率达到 37%、52%、51%；2) 核心供应链企业客户结构优质，璞泰来、科达利资金占用能力均好于行业平均水平，具备相对较强的议价能力及现金流安全边际。

图表 97：中国、欧洲、美国新能源汽车渗透率



资料来源：中汽协，Marklines，兴业证券经济与金融研究院电新团队整理

### 5.2.4、医药：业绩最确定的赛道，拥抱创新大时代

**我国医疗器械行业是朝阳行业。**随着人口老龄化程度提高，长期来看全球范围内医疗器械市场将持续增长。1) 根据 EvaluateMedTec 统计，2017-2024 年全球医疗器械销售规模期间年均复合增长率将保持在 5.40%。2) 根据《中国医疗器械蓝皮书》我国医疗器械行业规模未来 10 年我国医疗器械行业复合增速超过 10%。

**创新药研发需求的井喷期。国内公司业务发展进入快车道。**1)以国内创新药 IND 数量近两年增速均超过 50%。而临床前研发至 IND 至少有 3 年的滞后期，因此我们预计当前创新药研发热情将可能更为旺盛。2)同时，近两年国内创新型公司融资金额快速增长，2018 年增速达到约 80%，资金投入也相应流入 CRO 市场。CRO/CDMO 在国内迎来爆发期。

**医疗服务未来总体呈现量价齐升趋势，其中后疫情时代，龙头优势也会越发明显。**人口老龄化一直是推动医疗卫生需求增长的最主要动力之一。1) 2020 年我国 50 岁以上人口占比将达到接近 40%；2) 55-64 岁老人两周患病率达 32.27%。随着人口老龄化程度的加剧，优质的医疗服务是稀缺资源。

图表 98: 全球医疗器械行业市场规模 (十亿美元)



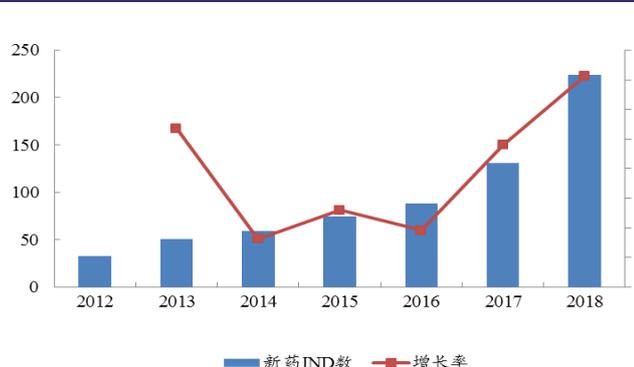
图表 99: 中国医疗器械行业市场规模 (亿元)



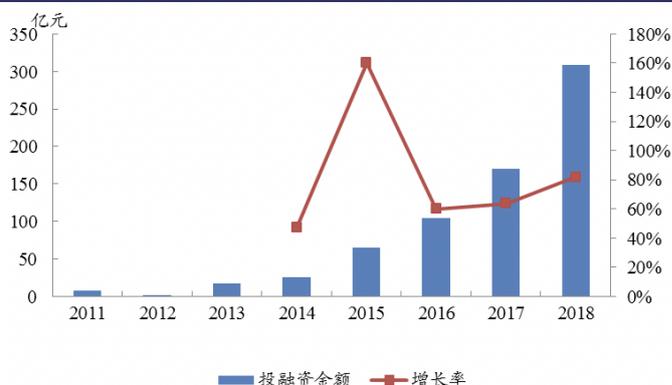
资料来源: EvaluateMedTech, 兴业证券经济与金融研究院医药团队整理

资料来源: 中国医疗器械蓝皮书, 兴业证券经济与金融研究院医药团队整理

图表 100: 2012-2018 年国内创新药 IND 数量 (个)



图表 101: 2011-2018 年我国医药创新型公司融资状况



资料来源: CDE, 智研咨询, 兴业证券经济与金融研究院医药团队整理

资料来源: 动脉网, 兴业证券经济与金融研究院医药团队整理

### 5.3、消费：中国未来增长确定的长赛道，新机遇在于“潮”吃“潮”穿“潮”玩“潮”乐

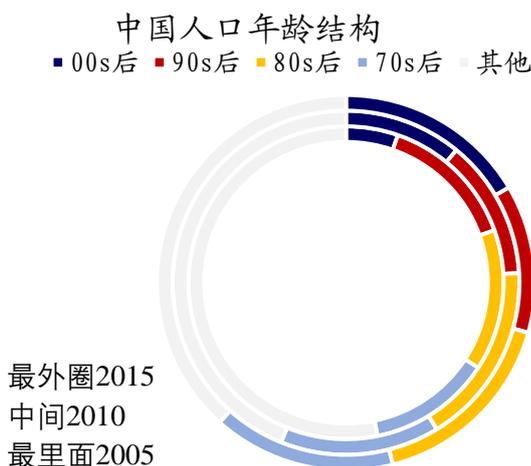
首先，后工业化时期，中国 14 亿人口的消费需求变迁催生消费行业的巨大机会。随着经济的发展和财富积累，中国的消费正从马斯洛需求模型中低级的生理、安全、归属走向高级的尊重和自我实现的需求，“仓禀实而知礼节”。

其次，新生代 90 后、00 后成为消费的新生力量，催生新潮消费。截至 2015 年，消费意愿最强的 00 后、90 后的人口占比 30% 并逐步提高；同时，90 后、00 后是新潮流市场的消费主力军，消费规模占比达到 81%。

第三，“潮”吃“潮”穿“潮”玩“潮”乐的需求，和互联网的碰撞之下，新潮消费领域正诞生诸多新的商业模式和机会。

- **潮流市场规模发展迅速。**据路透社，近年来，全球潮流市场成交规模保持两位数高速增长，2017 年以达到 2000 亿美元。潮流品牌市场规模增速为 62%，远超过非潮流品牌（增速 17%）
- **潮流品类发展趋于多元化，纺织服装、新零售、消费电子是主流。**在潮流品牌细分市场中，运动鞋占据较高市场份额，较 2016 年提升 60% 左右；但增速来看，板鞋、男装、女装、3C 数码和配件品类在潮流市场增速相对更高，玩具品类在潮流市场的销售增速甚至接近 300%，潮流细分市场值得关注。
- **与此同时，潮流消费的种类更加丰富多元，延伸至生活的方方面面。**

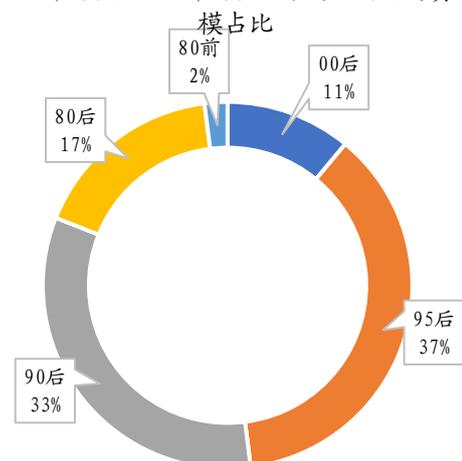
图表 102：中国人口年龄结构



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

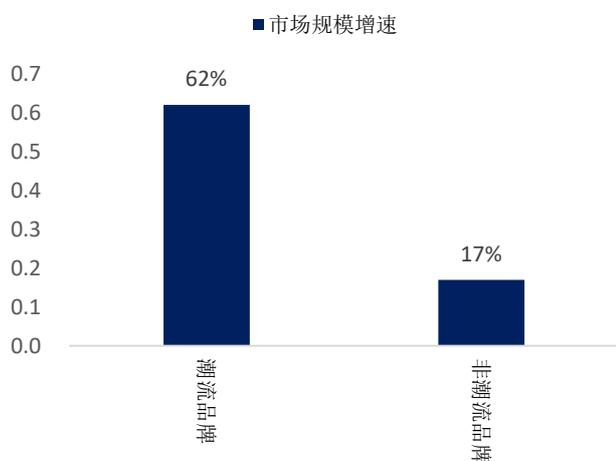
图表 103：2018 年 4 月至 2019 年 3 月

2018年4月至2019年3月不同代际潮流消费规模占比



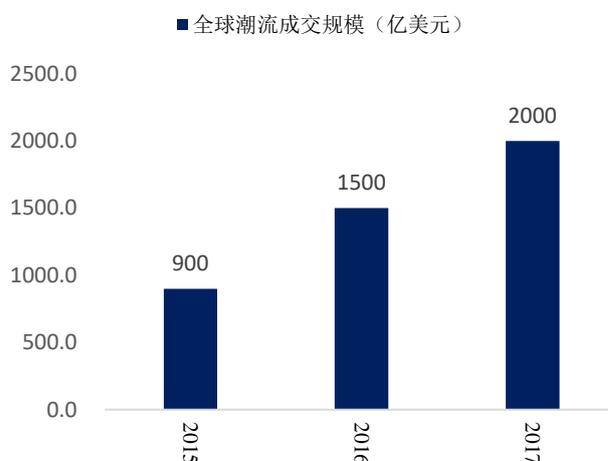
数据来源：CBNData，有货电商平台，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 104: 2017 年潮流品牌与非潮流品牌市场规模增速对比



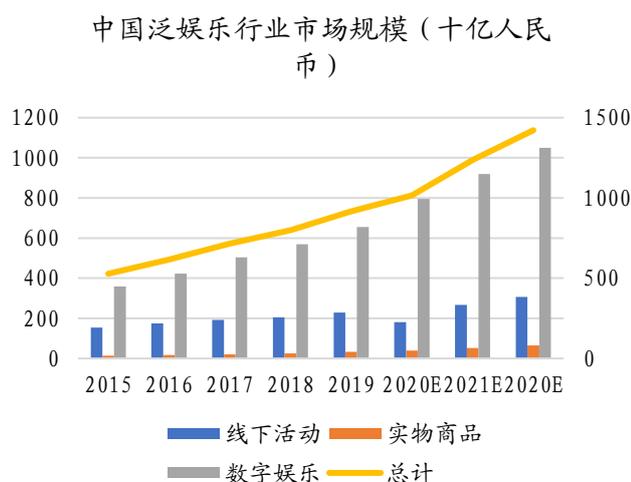
数据来源: 尼尔森咨询, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 105: 全球潮流成交规模 (亿美元)



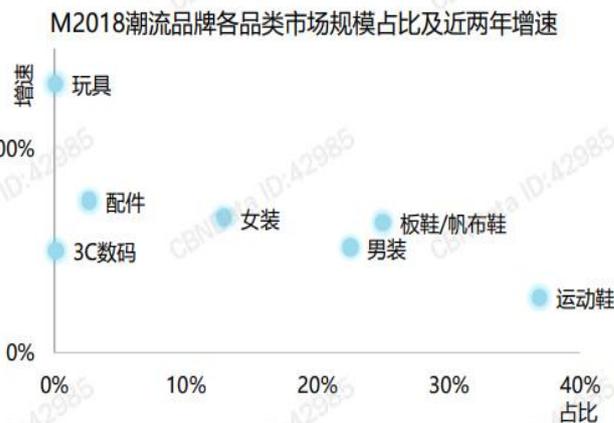
数据来源: 路透社, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 106: 中国泛娱乐行业市场规模 (十亿人民币)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 107: 2017 年 7 月至 2018 年 6 月潮流品牌各品类市场规模占比及近两年增速



数据来源: CBNDATA, 阿里数据, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 5.4、传统行业核心资产: 从“估值洼地”到“核心竞争力重估的转机”

首先, 地产、金融、制造业等中国传统行业的龙头公司仍处于“估值洼地”、具有安全边际。

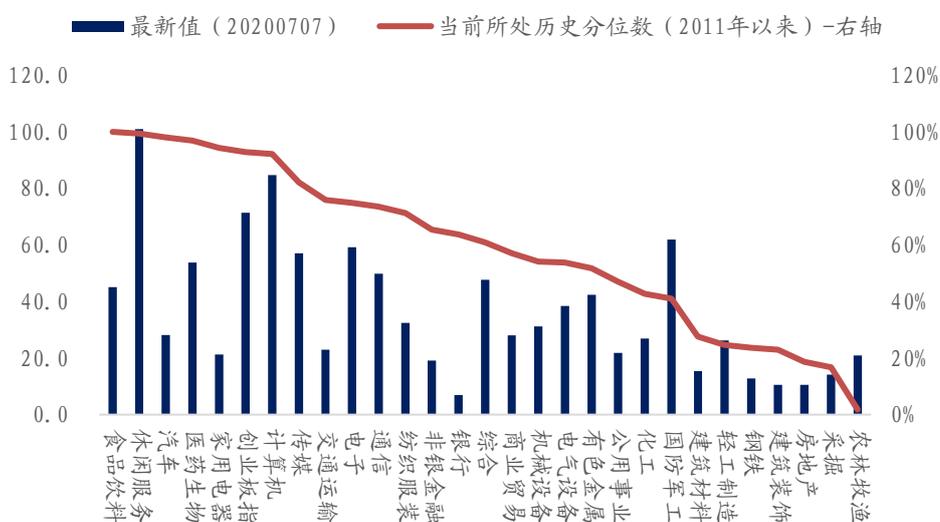
- 一方面, 分析基本面趋势, 中期来看, 新一轮库存周期和逆周期政策发力, 将推动宏观经济“弱复苏”, 所以, 对于传统行业“剩者为王、赢家通吃”核心资产的基本面有望“有点阳光就能灿烂”, 业绩改善弹性恢复的阶段将至。
- 另一方面, 分析资产配置的性价比, 具有高股息率的中国传统价值股相比海

外和国内的债券投资具有很强吸引力，与自身历史估值相比也处于底部区域。

其次，核心竞争力重估的转机，将是中国传统行业核心资产的价值重估的最关键转机、发令枪声或催化剂。我们建议长线资金可以精选中国传统行业核心资产，等待核心竞争力重估的转机。

- 全球流动性泛滥、低利率、资产荒时代，中国传统价值股是金子总会发光。
- 但是，冰冻三尺非一日之寒，让境内外的投资者愿意重仓配置传统行业核心资产，一定不是“随大流”炒作一下“风格切换、落后补涨”，而是需要新的逻辑、新的故事，需要重新认知相关公司的核心竞争力。

图表 108: A 股行业历史 PE TTM



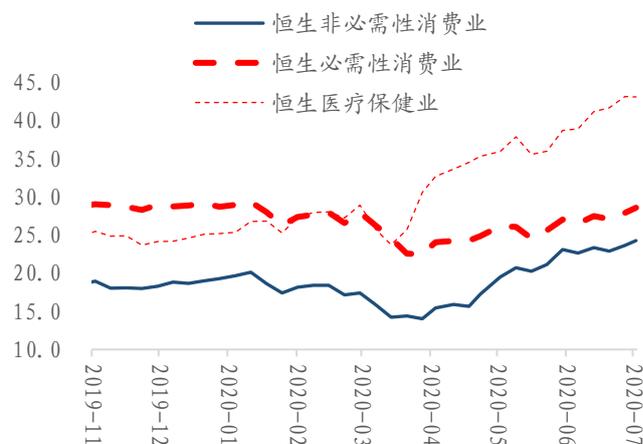
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 109: 港股 2011 年以来行业估值及分位数



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 因恒生非必需性消费业、必需性消费业和医疗保健业指数发布时间较其余指数晚, 图中不包含此三个指数

图表 110: 恒生非必需性消费业、必需性消费业和医疗保健业 PE TTM 历史区间



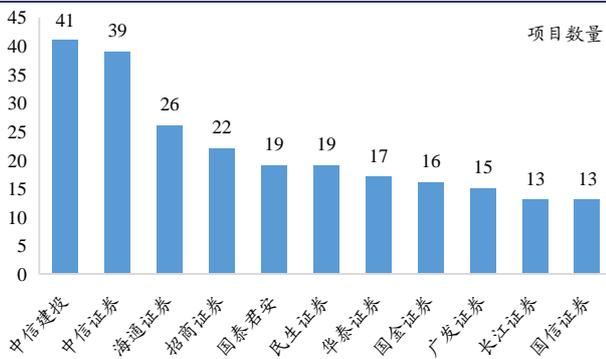
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 恒生非必需性消费业、恒生必需性消费业和恒生医疗保健业指数由恒指公司自 2019 年 9 月发布

#### 5.4.1、证券行业的转机——股权时代、创新时代来临

中国资本市场迎来“注册制”驱动的股权时代和新一轮对外金融开放大潮，证券行业迎来历史性创新发展的机遇。

- 1) 注册制改革带来资产市场大扩容的红利，投行业务率先迎来历史性发展机遇，项目储备丰富、定价和销售能力强的头部券商优势愈发明显。
- 2) 社会财富向股市再配置的大潮，有利于券商的机构业务、财富管理、资产管理业务大发展。
- 3) 金融开放创新大背景下，监管提出多项措施推动航母级头部券商建设，加强新三板精选层、金融衍生品、跨境业务的发展，从而，专业性强、机制强的证券迎来赢家通吃的快速发展阶段，最终将兴起 5-10 家具有全面竞争力的券商龙头。

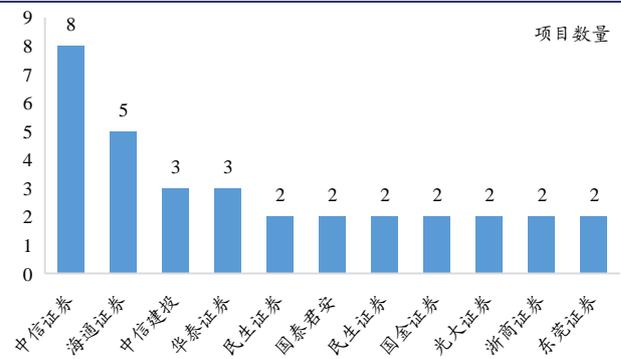
图表 111：头部券商 IPO 项目储备



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院海外金融团队整理

注：IPO 项目的审核状态为：已受理、已反馈、已预披露更新

图表 112：头部券商科创板项目储备



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院海外金融团队整理

注：IPO 项目的审核状态为：已受理、已反馈、已预披露更新，上市板为科创板

#### 5.4.2、周期性行业龙头的转机——等待全球经济复苏超预期的号角

首先，周期股的大转机要看“天时”。当期全球经济仍处于被疫情严峻形势压制的阶段，资本市场基本上没有充分反应未来数年的经济超预期复苏的预期。但是，考虑到 2020 年全球主要经济体史无前例地货币政策和财政政策的大刺激，一旦此次全球疫情得到有效控制，那么，2021-2022 年全球经济不排除会出现超预期的复苏，甚至可能出现通货膨胀风险。

其次，周期股的小转机看“地利与人和”。

- 中国传统周期行业龙头现在的竞争力更具统治性。随着中国 2016 年开始的供给侧改革的深入，中国周期行业的竞争格局明显优化，所以，一旦未来两年宏观经济略超预期，化工、建材、机械、钢铁有色等周期行业的核心资产将举办盈利和估值的戴维斯双击。
- 洪灾之后的灾后重建，特别是防洪排涝水利建设的需求，建材相关竞争格局

较好的周期行业有望迎来业绩-估值共振。2020 年全国多地受洪灾影响较为严重，灾后重建带来结构性机会。历史上看，洪涝年份 1998 年，在城市市政公用设施投资中名义同比增速中，公共交通+99.3%、道路桥梁+42.5%，排水投资+71.5%。洪涝年份 2016 年排水投资+24.4%。

第三，这类资产“核心竞争力重估”的转机或者说发令枪，大概率是外资的 old money 价值投资者发动的。以全球最大的主权基金——挪威主权财富基金为例，2008 年至今挪威主权财富基金持仓开始长期持仓中国周期类核心资产。例如中国国航、中国石化、中国石油、上海机场、中国外运、鞍钢股份、东方航空、中海油服、广深铁路、华新水泥和江西铜业等相关标的持仓时间已经超过 11 年。

图表 113: 2008 年至今挪威主权财富基金持仓超过 10 年的中国公司列表

简称	公司	行业	持仓时间: 年
中国国航	Air China Ltd	交通运输	11
中国银行	Bank of China Ltd	金融	11
中国人寿	China Life Insurance Co Ltd	金融	11
中国石化	China Petroleum & Chemical Corp	油气	11
中国石油	PetroChina Co Ltd	油气	11
上汽集团	SAIC Motor Corp Ltd	消费品	11
上海机场	Shanghai International Airport Co Ltd	工业	11
中国外运	Sinotrans Ltd	工业	11
潍柴动力	Weichai Power Co Ltd	工业	11
宇通客车	Zhengzhou Yutong Bus Co Ltd	消费品	11
鞍钢股份	Angang Steel Co Ltd	原材料	10
比亚迪	Byd Co Ltd	消费品	10
东方航空	China Eastern Airlines Corp Ltd	交通运输	10
招商银行	China Merchants Bank Co Ltd	金融	10
民生银行	China Minsheng Banking Corp Ltd	金融	10
中海油服	China Oilfield Services Ltd	油气	10
万科 A	China Vanke Co Ltd	地产	10
长城汽车	Great Wall Motor Co Ltd	消费品	10
广深铁路	Guangshen Railway Co Ltd	消费服务	10
华新水泥	Huaxin Cement Co Ltd	工业	10
江西铜业	Jiangxi Copper Co Ltd	原材料	10
贵州茅台	Kweichow Moutai Co Ltd	消费品	10
中国平安	Ping An Insurance Group Co of China Ltd	金融	10
海尔智家	Qingdao Haier Co Ltd	消费品	10
复星医药	Shanghai Fosun Pharmaceutical Group Co Ltd	医疗健康	10
青岛啤酒	Tsingtao Brewery Co Ltd	消费品	10

数据来源: NBIM, 兴业证券经济与金融研究院 A 股策略团队整理

### 5.4.3、地产为代表“类债券”价值股的转机——外资或产业资本举牌、参与混合所有制改革

首先，高股息率资产是金子，等待在全球资产荒的时代发光，等待长线机构怀着怜悯的心来配置。

- 当前市场对于地产、银行等高股息资产的态度类似 2016 年初。彼时，地产产业链的基本面已经逐步企稳、改善，但是，投资者依然沉浸在“宁可在成长股泡沫中哭泣，也不在价值股的洼地陷阱中欢笑”的偏见中。
- 当前，恒生指数的股息率为 3.81%，高于 2006 年 9 月以来的 3/4 分位数，若从股息率的角度来配置港股，中期（6 个月到 1 年）大概率将获得超额收益。
- 地产：目前市场对行业和板块的预期足够低，重点公司平均估值为 2019A/2020 年的 5.4 倍 PE 和 2019 年平均股息收益率约为 6.6。

其次，地产、金融为代表的传统核心资产行情的转机——外资等长线资金举牌，或者，大股东私有化。

- 资金方面的考虑：基于“房住不炒”的地产政策，如果这次再出现一次举牌万科的资本大戏，那么，大概率这次可能不是姚老板等所谓“门口的野蛮人”，而更可能是是外资为代表的、具有全球资产配置导向的白衣骑士。在中国经济率先复苏、人民币汇率趋于稳定的背景下，长线外资配置中国高股息核心资产的是大势所趋。
- 制度方面的考虑：国企改革进入关键阶段，激励机制改善和混改深入带来效率提升的转机，重点关注地产、金融、军工等。根据国企改革三年行动方案（2020-2022）强调“抓重点、补短板、强弱项”，“增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力”。三个发力点：1）推动国有企业积极统筹运用各类中长期激励政策，着力提高企业活力和效率；2）推动混合所有制企业深度转化经营机制，充分发挥非国有股东的积极作用；3）“科改示范行动”，打造一批国有科技型企业改革样板和自主创新尖兵。

## 六、风险提示

全球经济增速下行；中、美货币政策宽松不达预期；大国博弈风险。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyqz.com.cn](http://www.xyqz.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为“主要美国机构投资者”除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。